

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

Институт экономики и менеджмента

ИНДИВИДУАЛЬНОЕ ЗАДАНИЕ

Семенова Кристина Эдуардовна

(Ф.И.О. магистранта)

<u>Направление подготовки</u>	<u>38.04.01 Экономика</u>
<u>Программа подготовки</u>	<u>«Экономика»</u>
<u>Квалификация (степень)</u>	<u>магистр</u>

Исходные данные к работе:

Цель работы – провести исследование методик оценки эффективности предпринимательского проекта МСБ.

Задачи работы

- 1) рассмотреть теоретико-методологические основы анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ;
- 2) провести анализ методик эффективности предпринимательского проекта МСБ на современном этапе с учетом зарубежного и отечественного опыта;
- 3) внести предложения по совершенствованию применения методик эффективности предпринимательского проекта МСБ.

<u>№ п/п</u>	<u>содержание задания</u> <i>(перечень разделов и ожидаемых результатов)</i>	<u>срок реализации</u>
<u>1.</u>	<u>Провести исследование методик оценки эффективности предпринимательского проекта МСБ и разработать предложения по совершенствованию применения методик эффективности предпринимательского проекта МСБ.</u>	<u>02.05.2020</u>
<u>2.</u>	<u>рассмотреть теоретико-методологические основы анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ.</u>	<u>08.05.2020</u>
<u>3.</u>	<u>провести анализ методик эффективности предпринимательского проекта МСБ на современном этапе с учетом зарубежного и отечественного опыта</u>	<u>14.05.2020</u>
<u>4.</u>	<u>внести предложения по совершенствованию применения методик эффективности предпринимательского проекта МСБ.</u>	<u>19.04.2020</u>

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: По левому краю

Отформатировано: междустрочный, одинарный

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, подчеркивание

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный, не курсив, подчеркивание

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатированная таблица

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Дата выдачи индивидуального задания: «25» апреля 2020 г.

Срок предзащиты ВКР (магистерской диссертации): «11» июня 2020 г.

Научный руководитель _____

Аннотация

Ключевые слова: оценка эффективности, эффективность, предпринимательский проект, критерии оценки, метод оценки эффективности, бухгалтерский метод, динамические методы, статические методы, дисконтированные методы.

Цель работы – провести исследование методик оценки эффективности предпринимательского проекта МСБ.

Предмет исследования – финансово-экономические отношения, складывающиеся в процессе разработки и инвестиционных проектов в сегментах малого и среднего бизнеса.

Объектом исследования является оценка эффективности инвестиционных проектов в сегментах малого и среднего бизнеса.

Работа состоит из трех глав, которые содержат теоретические основы, анализ проблем и направления совершенствования методов финансирования инвестиционных проектов малого и среднего бизнеса.

В первой главе рассмотрены теоретические основы оценки эффективности предпринимательского проекта МСБ.

Во второй главе проведен анализ проблем методик оценки эффективности предпринимательского проекта МСБ на современном этапе с учетом зарубежного и отечественного опыта.

Третья глава посвящена направлениям совершенствования методов финансирования инвестиционных проектов малого и среднего бизнеса.

Выпускная квалификационная работа содержит: страницы, таблиц, иллюстраций, литературных источников 102, приложений 3.

Annotation

Keywords: efficiency assessment, efficiency, business project, evaluation criteria, efficiency assessment method, accounting method, dynamic methods, static methods, discounted methods.

The purpose of this work is to conduct a study of methods for evaluating the effectiveness of an small business enterprise project.

The subject of the research is financial and economic relations that develop during the development and investment projects in the segments of small and medium-sized businesses.

The object of the research is to evaluate the effectiveness of investment projects in the segments of small and medium-sized businesses.

The work consists of three chapters that contain theoretical foundations, analysis of problems and directions for improving methods of financing investment projects of small and medium-sized businesses.

The first Chapter discusses the theoretical basis for evaluating the effectiveness of an small business enterprise project.

The second Chapter analyzes the problems of methods for evaluating the effectiveness of an small business enterprise project at the present stage, taking into account foreign and domestic experience.

The third Chapter is devoted to improving methods of financing investment projects of small and medium-sized businesses.

The final qualifying work contains: pages, tables, illustrations, 102 literary sources, 3 appendices.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	62
Глава 1 Теоретико-методологические основы анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ.....	95
1.1 Понятие предпринимательского проекта МСБ и его эффективности	95
1.2 Критерии эффективности предпринимательского проекта МСБ	1410
1.3 Методики анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ	1814
1.3.1 Бухгалтерские показатели и методы оценки эффективности предпринимательского проекта.....	1814
1.3.2 Статические методы оценки инвестиционных проектов	2823
1.3.3 Динамические методы оценки инвестиционных проектов	3025
Глава 2 Анализ проблем коммерческой оценки эффективности инвестиционного проекта в сегментах малого и среднего бизнеса.....	3329
2.1 Проблема точности расчетов оценки	3329
2.2 Учет фактора неопределенности и оценка риска	4238
2.3 Проблемы оценки эффективности в условиях неопределенности текущей ситуации и перспективные оценки эффективности предпринимательских проектов.....	4541
Глава 3 Основные направления совершенствования методов финансирования инвестиционных проектов малого и среднего бизнеса	5046
3.1 Построение комплексной модели оценки эффективности инвестиционного проекта в сегментах малого и среднего бизнеса	5046
3.2 Риски реализации инвестиционного проекта и численные методы оценки влияния риска на экономические показатели проекта применительно к предприятиям малого и среднего бизнеса для его минимизации.....	7065
3.3 Модификация методов расчета доходности и риска инвестиционных проектов с учетом рыночной неопределенности	7773
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	8479
Список использованных источников и литературы.....	8782
Приложение А.....	10090
Приложение Б	10191
Приложение В.....	10292

Отформатировано: По центру

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 14 пт, полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman

СОДЕРЖАНИЕ

Введение

~~1 Теоретико-методологические основы анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ~~

~~1.1 Понятие предпринимательского проекта МСБ и его эффективности~~

~~1.2 Критерии эффективности предпринимательского проекта МСБ~~

Отформатировано: Шрифт: 14 пт

1.3 Методики анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ

1.3.1 Бухгалтерские методы оценки эффективности

1.3.2 Динамические методы оценки эффективности

1.3.3 Статические методы оценки эффективности предпринимательского проекта

2 Анализ проблем коммерческой оценки эффективности инвестиционного проекта в сегментах малого и среднего бизнеса

2.1 Проблема точности расчетов оценки

2.2 Учет фактора неопределенности и оценка риска

2.3 Проблемы оценки эффективности в условиях неопределенности текущей ситуации и перспективные оценки эффективности предпринимательских проектов

3 Основные направления совершенствования методов финансирования инвестиционных проектов малого и среднего бизнеса

3.1 Построение комплексной модели оценки эффективности инвестиционного проекта в сегментах малого и среднего бизнеса

3.2 Риски реализации инвестиционного проекта и численные методы оценки влияния риска на экономические показатели проекта применительно к предприятиям малого и среднего бизнеса для его минимизации

3.2 Модификация методов расчета доходности и риска инвестиционных проектов с учетом рыночной неопределенности

Заключение

Список литературы

ВВЕДЕНИЕ

Несмотря на наличие ряда исследований, вопросы оценки предпринимательского проекта и эффективности деятельности предприятий остаются недостаточно проработанными. Так, в настоящее время в России нет единых, отработанных на практике комплексных методик оценки предпринимательских проектов, их отбора для реализации, стратегий осуществления и контроля за результатами.

Проводимые исследования характеризуются либо излишней теоретической углубленностью, оторванностью от практики, либо попытками определить подходы к решению той или иной отдельной задачи, связанной с оценкой предпринимательского проекта, что не позволяет взглянуть на проблему комплексно. В условиях современной экономики возникает потребность в разработке особого подхода к оценке названных проектов, который не ограничивается узкими рамками коммерческой эффективности и включает анализ социальной эффективности в качестве важнейшей составной части. Применение такого подхода необходимо для общественно значимых проектов, требующих государственной поддержки.

В настоящее время в научной литературе нет однозначного определения данного понятия, т.к. представители различных отраслей знаний по-разному трактуют его содержание в соответствии с целью исследования и накопленным опытом.

При рассмотрении сути основных направлений теории предпринимательства, можно прийти к заключению, что одни авторы (Р. Кантильон, А. Смит, И. Тюнен, Ф. Найт и др.) ассоциируют предпринимательскую деятельность с риском, другие (Ж.Б. Сэй, А. Маршал, Р. Хизрич и пр.) - с рационализацией комбинирования факторов производства; третьи (П. Друкер, А. Тюрго, А. Шапиро) рассматривают ее как форму организации труда; Й. Шумпетер и его последователи рассматривают ее как производительную силу экономического развития. Такое разное понимание в толковании свидетельствует о неоднозначности экономической, социальной, финансовой роли предпринимательской деятельности в экономике.

Все существующие зарубежные и отечественные подходы к оценке предпринимательских проектов достаточно отличаются друг от друга по широте спектра используемых показателей, точности оценки, возможностям применения для конкретных условий, предприятий и отраслей экономики. Часть подходов предпочитает количественную оценку, часть - качественную.

Но на практике методологий, основанных на оценке предпринимательских проектов, которые подходили бы для современных динамично развивающихся фирм, недостаточно,

Отформатировано: Шрифт: 14 пт

Отформатировано: Заголовок 1, Отступ: Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный

Отформатировано: Шрифт: 14 пт, не полужирный

в силу того, что в силу субъективных и объективных причин сложно оценить текущую новаторскую деятельность предприятия. К ним можно отнести то, что не в полной мере используется система статистических показателей, характеризующих эту сферу деятельности промышленных предприятий. Из этих критериев широко применяемыми являются затратные, характеризующие динамику инновационного процесса по времени, обновляемости, структуре. При этом надо иметь в виду, что в результате реализации новаторских проектов темпы роста экономики могут быть временно снижены.

В настоящее время повышаются требования относительно проведения экспертиз предпринимательских проектов. Так, большое внимание уделяется срокам проведения экспертиз, согласований, продолжительности периода от подачи заявок и предложений до открытия финансирования или предоставления льгот и субсидий. Совершенствуются методы контроля, увеличивается число обязательных условий, которым должен соответствовать проект.

Все отмеченное обусловило выбор темы данного исследования.

Цель работы – провести исследование методик оценки эффективности предпринимательского проекта МСБ.

Исходя из цели были поставлены и решены следующие задачи работы:

- рассмотрены теоретико-методологические основы анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ;
- проведен анализ методик эффективности предпринимательского проекта МСБ на современном этапе с учетом зарубежного и отечественного опыта;
- внесены предложения по совершенствованию применения методик эффективности предпринимательского проекта МСБ.

Структура работы состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы.

Предметом диссертационного исследования являются финансово-экономические отношения, складывающиеся в процессе разработки и инвестиционных проектов в сегментах малого и среднего бизнеса.

Объектом исследования является оценка эффективности инвестиционных проектов в сегментах малого и среднего бизнеса.

Теоретическую и методологическую основу исследования составили научные труды и практические исследования по анализу эффективности предпринимательского проекта МСБ, посвященные вопросам организации системы финансирования инвестиционных проектов.

В процессе работы были использованы материалы научных конференций, семинаров, периодических изданий специальной и общеэкономической научной литературы,

внутренней нормативной документации банков, регламентирующей их деятельность, в том числе кредитование юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, а также официальные сайты аналитических служб и рейтинговых агентств, законодательных и исполнительных органов власти

Научная новизна диссертационного исследования состоит в развитии теоретических и методических положений, разработке практических рекомендаций по вопросам оценки эффективности инвестиционных проектов малого и среднего бизнеса.

Теоретическая значимость диссертационного исследования состоит в том, что основные положения и выводы, сформулированные в работе, развивают и дополняют теоретические аспекты оценки эффективности инвестиционных проектов МСП.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в том, что оно предлагает новые подходы к оценке эффективности инвестиционных проектов малых и средних предприятий в условиях высоких рисков размещения капитала банка в долгосрочных проектах, доводит методические разработки до практических рекомендаций по проведению оценки инвестиционных проектов. Практические положения диссертации могут быть использованы в реализации инвестиционной политики коммерческими банками, финансовыми институтами, а также для дальнейших исследований в области банковского дела, финансового менеджмента, рынка ценных бумаг, анализа инвестиционных проектов.

Апробация результатов исследования. Результаты диссертационного исследования нашли свое практическое применение в деятельности Инвестиционном фонде финансирования проектов малого и среднего бизнеса в процессе организации и рассмотрения инвестиционных проектов в рамках структурированных продуктов для малого и среднего бизнеса.

Глава 1 Теоретико-методологические основы анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ

1.1 Понятие предпринимательского проекта МСБ и его эффективности

В основе понятия предпринимательского проекта находится другое понятие «предпринимательская деятельность», которому уделяли и продолжают уделять внимание многие выдающиеся российские и зарубежные ученые. В настоящее время в научной литературе нет однозначного определения данного понятия, т.к. представители различных отраслей знаний по-разному трактуют его содержание в соответствии с целью исследования и накопленным опытом.

При рассмотрении сути основных направлений теории предпринимательства, можно прийти к заключению, что одни авторы (Р. Кантильон, А. Смит, И. Тюнен, Ф. Найт и др.) ассоциируют предпринимательскую деятельность с риском, другие (Ж.Б. Сэй, А. Маршал, Р. Хизрич и пр.) - с рационализацией комбинирования факторов производства; третьи (П. Друкер, А. Тюрго, А. Шапиро) рассматривают ее как форму организации труда; Й. Шумпетер и его последователи рассматривают ее как производительную силу экономического развития. Такое разное понимание в толковании свидетельствует о неоднозначности экономической, социальной, финансовой роли предпринимательской деятельности в экономике.

Предпринимательская деятельность представляет собой процесс воплощения идей в конкретные предпринимательские проекты и их реализацию за счет собственного капитала предпринимателя, путем комбинирования имеющихся ресурсов с целью наилучшего удовлетворения потребности отдельных групп потребителей и функционирования с максимальной эффективностью. Рассматривая предпринимательскую деятельность как процесс, необходимо отметить, что она представляет собой сложную цепочку целенаправленных действий предпринимателей, начиная с момента возникновения (зарождения) предпринимательской идеи и заканчивая ее воплощением в конкретный предпринимательский проект. Ю.В. Богатин и А.В. Швандар [3, с. 87] определяют предпринимательский проект как систему сформулированных целей, комплекс организационно-технической и нормативной документации, совокупность всех используемых ресурсов (трудовых, материальных, финансовых и пр.) для реализации и создания физических объектов, а также управленческих решений по их выполнению.

Рассматривая предпринимательскую деятельность с данной точки зрения, можно отметить, что этот процесс является непрерывным, возобновляемым, поскольку постоянно

Отформатировано: Шрифт: 14 пт

Отформатировано: Заголовок 1, Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Шрифт: 14 пт, не полужирный

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 2, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный

изменяются потребности, которые предприниматели призваны удовлетворять. Алгоритм такой деятельности представлен на рисунке 1.

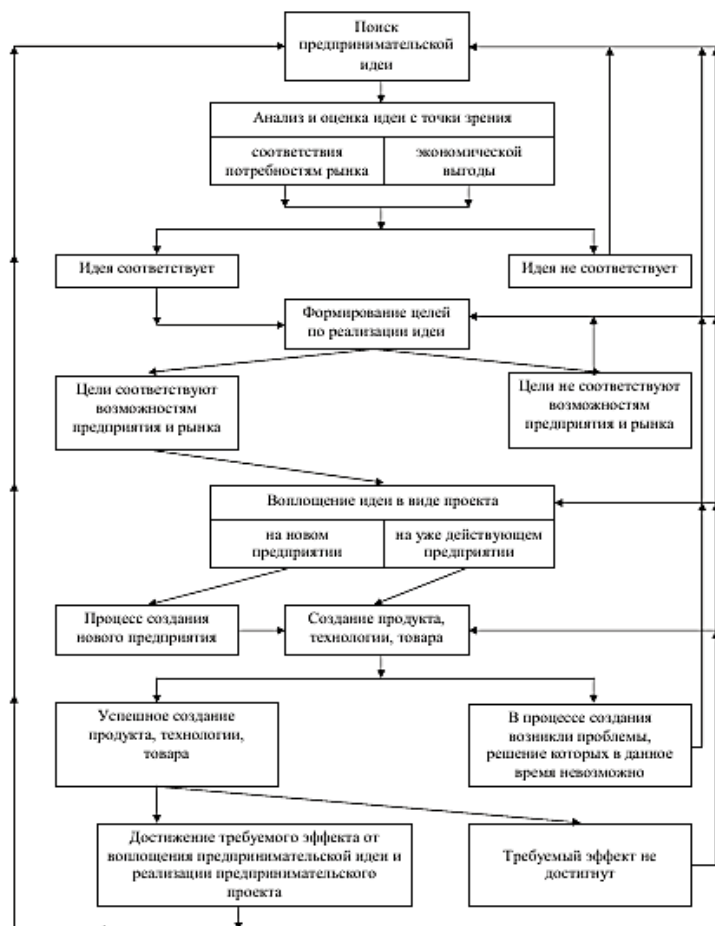


Рисунок 1. Алгоритм предпринимательской деятельности как процесса реализации предпринимательских проектов [3, с. 89]

Как представляется, предпринимательский проект представляет собой инновационный проект, разрабатываемый и реализуемый в процессе предпринимательской деятельности за собственные средства предпринимателя, направленный на достижение поставленных предпринимателем целей [2].

Развитие человеческого общества неизменно связано с научно-техническим прогрессом и широким внедрением его достижений в производство, обучение и быт. В основе

такого постоянного движения к лучшему лежит стремление людей усовершенствовать ту или иную сторону жизни. Продуктом умственной и физической деятельности многих поколений были разнообразные товарно-материальные ценности, отличающиеся от предыдущих новизной и повышенными потребительскими качествами. Одновременно проходило освоение новых географических районов, разработка месторождений полезных ископаемых, что определяется термином — новации [1, 14].

Рассматривая предпринимательскую деятельность с данной точки зрения, можно отметить, что этот процесс является непрерывным, возобновляемым, поскольку постоянно изменяются потребности, которые предприниматели призваны удовлетворять.

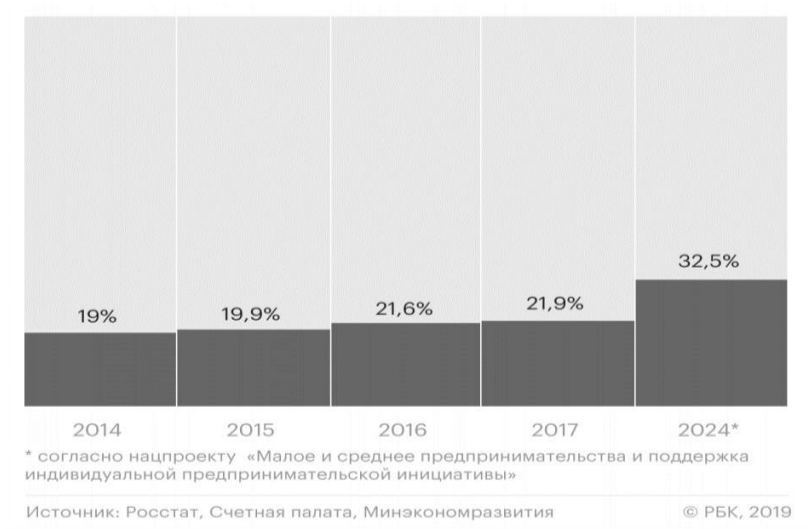


Рисунок 2. Вклад малого и среднего бизнеса в экономику в 2014-2024 гг. (2024 г. по прогнозу Минэкономразвития)

В своем развитии любое новшество обычно проходит несколько стадий. Вначале это научные исследования, затем инженерная практика, производство и использование нового продукта. Без предпринимателя, его энергии, знаний и навыков ни одно новшество не имеет шансов оказаться на последней стадии, когда люди смогут им воспользоваться с пользой для себя.

Вся совокупность указанных стадий и составляет предпринимательский проект. Также любое новшество, любая новая идея, будь она сложной или простой, реализуются посредством проекта [1].

Подводя промежуточный итог, можно сказать, что под предпринимательским проектом понимается система сформулированных в его рамках целей, комплекс организационно-технической и нормативной документации, совокупность всех используемых ресурсов для реализации и создания новационных продуктов, работ, услуг, а также совокупность организационно-управленческих мероприятий по их выполнению.

Чтобы полно охарактеризовать предпринимательский проект, надо привести обобщенную классификацию проектов (рис. 1). Их в зависимости от уровня научно-технической значимости различают несколько [2]:

- модернизационный — конструкция прототипа или базовая технология кардинально не изменяются;
- новаторский — конструкция нового изделия по виду своих элементов существенно отличается от прежнего;
- опережающий — конструкция основана на опережающих технических решениях;
- пионерный — появляются ранее не существовавшие материалы, конструкции и технологии, выполняющие прежние или новые функции.

Предпринимательские проекты по объему решаемых задач подразделяются следующим образом:

- монопроекты — выполняемые, как правило, одной организацией или даже одним подразделением. Они отличаются постановкой однозначной инновационной цели, осуществляются в жестких временных и финансовых рамках. Им требуется координатор или руководитель проекта;
- мультипроекты — представляются в виде комплексных программ, объединяющих десятки монопроектов, направленных на достижение какой-либо сложной цели. Им требуются координационные подразделения;
- мегапроекты — многоцелевые комплексные программы, объединяющие ряд мультипроектов и сотни монопроектов, связанных между собой. Они требуют централизованного финансирования и руководства из координационного центра. Формирование и реализация мегапроектов могут потребовать объединения усилий ряда отраслей, регионов, финансово-промышленных групп и крупных корпораций, группы стран. Состав стадий и этапов проекта определяется его отраслевой и функциональной принадлежностью [2].

Однако следует отметить, что предложенная классификация применима в основном к научно-техническим проектам. Предпринимательские проекты в области кадров организаций, финансового сектора предполагают свою классификацию. При этом отдельные виды классификаций, ~~например~~[например](#), по продолжительности, могут быть общими.

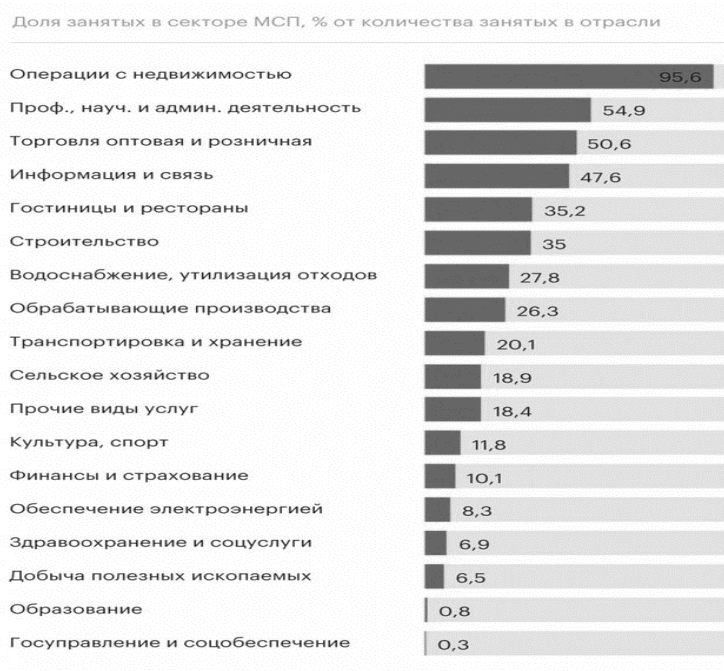


Рисунок 3. — Отрасли, в которых реализуются проекты МСП

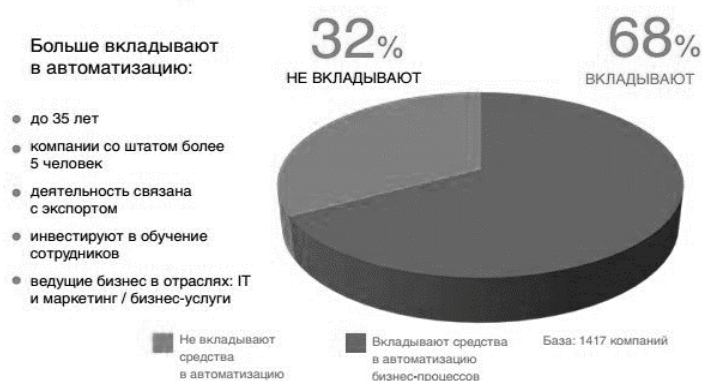


Рисунок 4 – Инвестиционные проекты МСП в автоматизации

Компании во всех отраслях инвестируют в автоматизацию и новые технологии. При этом чаще предприниматели используют цифровые технологии— [Рассмотрим на примере таблицы 1.1.](#)

Таблица 1.1. —Инвестиции МСП в автоматизацию с отраслевой спецификой

Отраслевая специфика	оптовая торговля	розничная торговля	маркетинг	компьютеры	строительство	производство	грузоперевозка
инвестируют в автоматизацию	69%	67%	78%	85%	63%	69%	66%

Итак, предпринимательский проект представляет собой инновационный проект, разрабатываемый и реализуемый в процессе предпринимательской деятельности за собственные средства предпринимателя, направленный на достижение поставленных предпринимателем целей. Содержание этого проекта представляет систему сформулированных в его рамках целей, комплекс организационно-технической и нормативной документации, совокупность всех используемых ресурсов для реализации и создания новационных продуктов, работ, услуг, а также совокупность организационно-управленческих мероприятий по их выполнению.

1.2 Критерии эффективности предпринимательского проекта МСБ

Факторы, оказывающие влияние на результативность предпринимательского проекта, трудно поддаются количественной оценке, поэтому их необходимо учитывать на стадии отбора проектов. Поскольку на каждом конкретном предприятии существуют свои причины, влияющие на эффективность внедряемых проектов, универсальной системы оценки проектов нет, но ряд моментов имеет отношение к большинству предпринимательских структур. На этой основе выделяют определенные критерии оценки предпринимательских проектов.

Для любого предприятия выгодно реализовывать проекты, которые будут поддержаны государственными структурами. Это программы, ориентированные в первую очередь на социально-экономические результаты. В табл. 1.2 приведен рекомендуемый перечень характеристик предпринимательских проектов. Важно, что показатели верхнего уровня, приоритетные направления (показатели конечного результата) — это показатели, важные для уровня народного хозяйства.

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатированная таблица

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Шрифт: полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 2, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный

Отформатировано: Шрифт: полужирный

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Таблица 1.2 - Характеристики оценки предпринимательских проектов

Группа критериев	Подгруппа критериев
<i>1. Социально-экономические характеристики</i>	
1.1. Социальные	1.1.1. Благополучие. 1.1.2. Здоровье. 1.1.3. Личная безопасность. 1.1.4. Культура. 1.1.5. Образование. 1.1.6. Быт. 1.1.7. Уровень занятости
1.2. Вклад в решение важнейших проблем развития РФ	1.2.1. Обеспечение населения теплом и электроэнергией. 1.2.2. Обеспечение населения продовольствием. 1.2.3. Обеспечение населения медицинскими услугами и медикаментами. 1.2.4. Обеспечение населения транспортом и связью
1.3. Экономические	1.3.1. Повышение эффективности использования ресурсов (трудовых, материальных, финансовых). 1.3.2. Создание новых экономически эффективных продуктов. 1.3.3. Вклад в крупные структурные сдвиги в экономике
1.4. Рыночные параметры	1.4.1. Конкурентоспособность продукции на внутреннем рынке (спрос, замещение импорта, рентабельность продукции, коммерческий риск, экономическая эффективность инвестиций, позиция в конкурентной борьбе). 1.4.2. Конкурентоспособность продукции на внешнем рынке (спрос, повышение экспортного потенциала, коммерческий риск, экономическая эффективность инвестиций, позиция в конкурентной борьбе)

Отформатированная таблица

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

<i>2. Обеспечение национальной безопасности</i>	
2.1. Вклад в обороноспособность РФ 2.2. Вклад в экологическую безопасность	2.2.1. Вклад в снижение выброса вредных веществ в атмосферу, воду, землю. 2.2.2. Вклад в природовосстановительную деятельность
<i>3. Научно-технические характеристики</i>	
3.1. Соответствие мировому уровню (конкурентоспособность ноу-хау) 3.2. Вклад в поддержку лидирующего положения российской науки и промышленности 3.3. Вклад в развитие других научно-технических направлений 3.4. Вклад в крупные технологические сдвиги 3.5. Вклад в развитие научно-технического потенциала 3.6. Степень новизны 3.7. Включение в предыдущие программы и планы 3.8. Сроки разработки 3.9. Вероятность реализации проекта	3.9.1. Наличие фундаментального задела. 3.9.2. Наличие кадров исследователей высшей квалификации. 3.9.3. Наличие экспериментальной и производственной базы.

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

	3.9.4. Технический и организационный риск реализации проекта в срок
<i>4. Экономические характеристики</i>	
4.1. Затраты на проект	4.1.1. На НИР 4.1.2. На ОКР. 4.1.3. На опытный образец. 4.1.4. Капиталовложения в создание производства. 4.1.5. Капиталовложения в процесс производства (оборотный капитал). 4.1.6. Срок окупаемости затрат
4.2. Ожидаемая прибыль	4.2.1. Потенциальный размер общей прибыли. 4.2.2. Ожидаемый размер валютной прибыли. 4.2.3. Время начала получения прибыли. 4.2.4. Рентабельность капиталовложений народного хозяйства в целом.

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Они являются обязательными для оценки и контроля на всех последующих более низких по иерархии уровнях, решающих частные задачи (социально-экономические приоритеты и ключевые проблемы; приоритетные направления научно-технического прогресса; государственные программы, проекты, реализующие эти программы). На следующем уровне ключевых проблем (например, обеспечение теплом и энергией) добавляются внутренние автономно используемые на этом уровне характеристики.

В итоге формируется система критериев, дающих возможность оценить вклад предпринимательского проекта любого уровня в достижение конечных целей реформ и использовать эту информацию для соответствующего распределения ресурсов на реализацию таких проектов.

После определения критериев необходимо упорядочить проекты по разным показателям эффективности, это поможет сделать оптимальный выбор проекта. Выделяют такие показатели эффективности инвестиционного проекта:

- Индикаторы коммерческой эффективности, которые учитывают финансовые последствия реализации проекта для его непосредственных участников;

- Нцпоказатели экономической эффективности, которые учитывают выгоды и затраты по проекту, включая оценку экологических и социальных последствий и предполагают денежное измерение;

- Нцпоказатели бюджетной эффективности, которые характеризуют финансовые последствия реализации проекта для государственного и местного бюджетов.

Для расчета этих показателей могут использоваться одни и те же формулы, но значение этих показателей существенно будет отличаться.

В настоящее время выделяют ряд показателей, наиболее часто используемых для оценки эффективности инвестиционных проектов. В частности, это показатели, отнесенные к трем группам по критерию масштабности проекта. Эти показатели являются необходимыми и достаточными для оценки эффективности проекта конкретного масштаба

Согласно современным методикам полная оценка предпринимательского проекта включает в себя анализ всех перечисленных критериев и основных элементов реализации проекта. Чтобы свести полученные результаты в единое целое, можно использовать критерии, перечисленные в таблице 1.2.

Для получения полной оценки предпринимательского проекта экспертам необходимо оценить каждую позицию, а затем на основе обобщенной оценки принимать решение об эффективности анализируемого проекта.

Выходные количественные показатели первой группы связаны с входными показателями проектов по-разному. Например, затраты являются простой суммой затрат по отдельным проектам. Остальные характеристики (1-4) оцениваются сложно, как результат выбора «состава» технологий, решающих ключевые проблемы.

Для дальнейшей оценки качественных характеристик требуется детальная информация по следующим параметрам: наличие заказчиков (потребителей), конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынках, вклад в развитие других приоритетных направлений, степень новизны, перспективность, вклад в развитие научно-технического потенциала, соответствие продукции прогнозируемому мировому уровню, риск — научно-технический, организационный, коммерческий, требуемая поддержка (государства, частных инвесторов), имеющийся научно-технический потенциал по проблеме.

1.3 Методики анализа эффективности предпринимательского проекта МСБ

1.3.1 Бухгалтерские показатели и методы оценки эффективности предпринимательского проекта

В качестве наиболее распространенных показателей эффективности проектов являются интегральные показатели, основанные на концепции дисконтирования. К ним относятся:

1. Чистый денежный поток;
2. Чистый приведенный доход;
3. Коэффициент выгоды-затраты;
4. Внутренняя норма доходности (рентабельности);
5. Период окупаемости;
6. Индекс доходности (рентабельности).

Кроме того, существует несколько подходов к оценке эффективности инвестиционных проектов. Рассмотрим некоторые из них.

Бухгалтерский подход предполагает, что долгосрочный финансовый успех определяется доходностью, в то время как при оценке краткосрочного успеха больше внимания уделяется ликвидности.

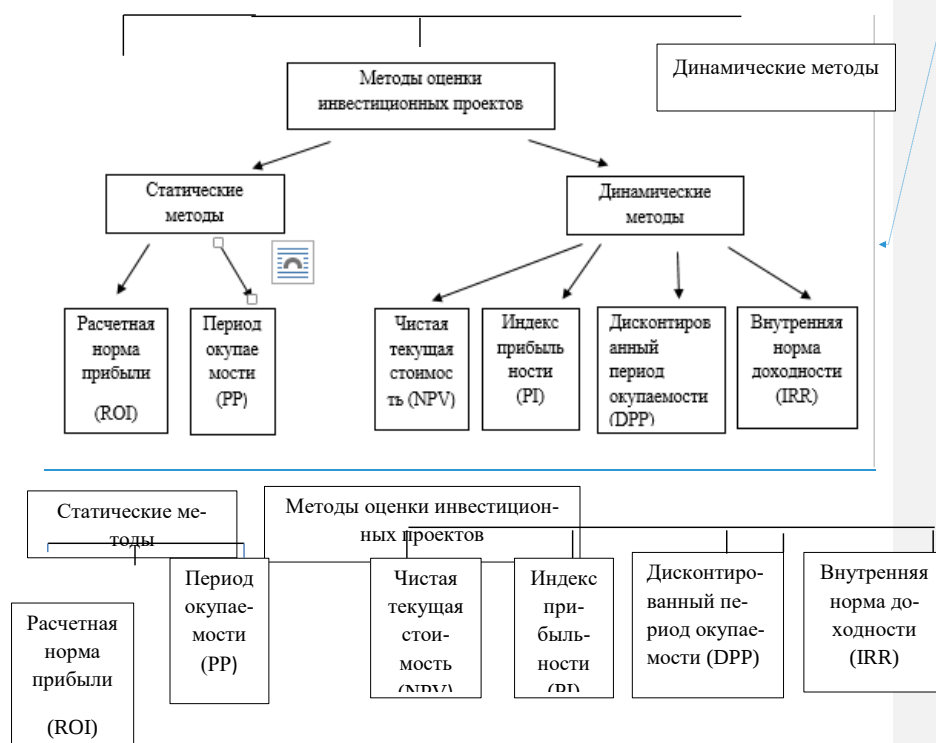
Показатели «ликвидность» и «доходность» составляют основу методов анализа капиталовложений. Понятие «ликвидность» затрагивает вопрос о том, насколько быстро окупятся вложения, а методы анализа капиталовложений оценивают скорость, с которой проект возместит первоначальные затраты. Понятие «доходности» составляет решение вопроса о получении прибыли от капиталовложений. Понятия «прибыль» и «средние инвестиции» составляют бухгалтерский подход и инструменты инвестиционного анализа.

Эти методы, основываются на бухгалтерском учете, их используют в практике мелких и средних фирм и относят к «традиционным» методам.

Два основных метода анализа возникли из традиционного бухгалтерского подхода к финансовой оценке проектов. Наиболее простым из них является метод определения срока окупаемости инвестиций. [1]

В настоящее время в европейских странах и в США существует ряд методов оценки эффективности инвестиций. Их можно разделить на две основные группы: методы оценки эффективности инвестиционных проектов, не включающие дисконтирование и включающие дисконтирование.

Совокупность методов, применяемых для оценки инвестиционных проектов, можно разбить на динамические и статические (учетные) методы [2] ([представлены на рисунке 1.5.](#)).



Отформатировано: По центру

Рисунок 1.5. Методы оценки предпринимательских проектов

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

1. Расчет периода окупаемости инвестиций (PP)

Срок окупаемости инвестиций связан с ликвидностью. Этот метод, ориентированный на краткосрочную оценку, рассматривает, как скоро инвестиционный проект окупит себя. Согласно анализу PP, чем быстрее проект может окупить первоначальные затраты, тем лучше. PP заостряет внимание на поступлениях от осуществления проекта и на скорости этих поступлений, а не на уровне доходности или общей прибыли.

Используя данный критерий, надо определить приемлемый срок окупаемости, как меру оценки капитальных вложений. Чем выше ликвидность нужна инвестору, тем короче должен быть PP. Ясно, что выбор конечного PP является произвольным.

Метода PP имеет два основных недостатка. Во-первых, он не принимает во внимание поступления, возникающие после завершения срока окупаемости проекта. Недостаток отражает краткосрочную ориентацию метода. Поэтому использование критерия PP как инструмента для принятия решения отвергает те проекты, которые рассчитаны на длительный

срок окупаемости и принимает те, которые обеспечивают быстрый возврат вложенных ресурсов, даже если они будут скромными и недолговременными.

У второго недостатка анализа РР игнорируется временной аспект стоимости денег. Важно! Валюта, полученная когда-либо в будущем, соизмеряется с валютой, потраченной сейчас, как будто они имеют одинаковую стоимость, такое сравнение ошибочно. Для решения этой проблемы была предложена усовершенствованная версия срока окупаемости — «дисконтированный период окупаемости инвестиций» (ПО), который будет рассмотрен далее. РР часто используется на практике. В самом деле, нет ничего плохого в оценке срока окупаемости проектов. Он часто оказывается полезным как общий подход к определению уровня ликвидности. Однако не следует использовать критерий РР как единственный показатель для принятия решений о капитальных вложениях.

2. Расчетная норма прибыли (AROR)

Вторым методом анализа капитальных вложений, основанным на бухгалтерском учете, является расчетная норма прибыли (AROR), также известная под названием «прибыль на капитал» (ROI). Как видно из названия, этот метод сравнивает доходность проекта и вложенный капитал. Один из недостатков этого метода заключается в том, что существует много способов определения понятия «доход» и «вложенный капитал». Различные оценки дохода могут включать или не включать в себя финансовые издержки, амортизацию и налоги. Однако наиболее общим определением понятия «доход» при расчете AROR являются «поступления до уплаты процентов и налогов», которые включают в себя и амортизацию.

Обычно AROR используется в двух вариантах в зависимости от определения вложенного капитала. Она может включать в себя либо первоначальный вложенный капитал, либо средний вложенный капитал в течение срока службы инвестиций.

Учетная методика ориентирована на административно-плановую экономику и не дает достаточно объективной оценки по инвестиционным проектам, так как не учитывает наличие временного лага между затратами и результатом [10].

Расчетная норма прибыли рассчитывается как отношение чистой среднегодовой прибыли предприятия к средней величине инвестиций:

$$ROI = \frac{P_{\text{net}}}{(C_1 + C_2) : 2} 100\% , \quad (1.1)$$

где P_{net} — чистая среднегодовая прибыль предприятия после выплаты налогов и процентных платежей;

C_1, C_2 – стоимость оборудования соответственно на начало и на конец реализации инвестиционного проекта.

При оценке инвестиционных проектов расчетную норму прибыли сравнивают с принятой для предприятия нормой прибыли. Проект считается экономически выгодным, если значение показателя превосходит норму прибыли, принятую инвестором.

К основным недостаткам расчетной нормы прибыли можно отнести:

- расчетная норма прибыли не учитывает изменение стоимости денег во времени. Так как не учитывается различная стоимость денег (прибыли) в зависимости от времени их получения, средняя прибыль рассчитывается за весь период использования инвестиционного проекта, а это в свою очередь, не всегда корректно.

- расчетная норма прибыли пренебрегает возможностью разной продолжительности проектов, носит показательный характер.

Первоначальный вложенный капитал состоит из затрат на покупку и установку основных средств и увеличение оборотного капитала, требуемого на начальном этапе инвестиций. Однако на последнем этапе осуществления проекта вложенный капитал сокращается до остаточной стоимости оборудования плюс оставшиеся компоненты оборотного капитала.

Формула может быть представлена в виде:

$$AROR = \frac{\text{средняя балансовая прибыль в год}}{\text{первоначальный вложенный капитал}} \quad (1.2),$$

То есть:

$$AROR = \frac{(\sum \text{годовых доходов}) : n}{\text{первоначальные затраты}} \quad (1.3)$$

$$AROR = \frac{(\sum \text{годовых доходов}) : n}{(\text{первоначальные затраты} + \text{остаточная стоимость}) : 2} \quad (1.4)$$

Полученные результаты заметно отличаются друг от друга. Однако, если и установление критериев приемлемости, и финансовый анализ производятся по одному и тому же методу, инвестиционные решения, принятые на их основе, различаться не будут.

Как и срок окупаемости инвестиций, метод AROR имеет свои недостатки. Он использует балансовую прибыль (а не денежные потоки) в качестве оценки прибыльности проектов. Было уже отмечено, что существует множество путей вычисления балансовой прибыли, что дает возможность манипулировать показателем AROR. Несоответствия в исчислении прибыли приводят к сильно различающимся значениям AROR, и часто эти несоответствия являются результатом изменения учетной политики фирмы, с которой может

быть незнаком тот, кто принимает инвестиционные решения. Кроме того, балансовая прибыль страдает от таких искажений, как затраты на амортизацию, прибыли или убытки от продажи основных активов, которые не являются настоящими денежными потоками, и поэтому не оказывают влияния на благосостояние инвесторов.

Второй важный недостаток AROR (подобно PP) – она не учитывает временной аспект стоимости денег. Прибыль от инвестиций высчитывают как среднюю отчетную прибыль, хотя доход получают в разные периоды времени, и он может изменяться из года в год.

Другая проблема с AROR возникает, когда используется случай со «средним вложенным капиталом». Здесь первоначальные затраты и остаточная стоимость инвестиций усреднены для отражения стоимости активов, связанных между собой в течение всего срока службы инвестиций. Чем больше остаточная стоимость инвестиций, тем выше становится знаменатель в формуле AROR и тем меньше само значение расчётной нормы прибыли. Оценка капиталовложений с помощью AROR может привести к принятию неправильного решения.

На практике AROR очень часто используется для обоснования инвестиционных решений.

Таким образом, нельзя не заметить, что два основных традиционных метода анализа имеют ряд серьезных недостатков, которые приводят к неправильным инвестиционным решениям. В теоретической литературе, посвященной инвестиционной деятельности эти методы были вытеснены сложными методами, представляющих экономический подход.

Экономический подход к анализу проектов предполагает определение ценности проекта в сравнении с другими проектами, а также анализ финансовой привлекательности проекта при условии ограниченности ресурсов. Наиболее известным и часто применяемым в практике есть показатель чистый приведенный доход (NPV).

Чистый приведенный доход позволяет получить наиболее обобщенную характеристику результата инвестирования, то есть его конечный эффект в абсолютной сумме. Под чистым приведенным доходом понимается разница между приведенными к настоящей стоимости (путем дисконтирования) суммой денежного потока за период эксплуатации инвестиционного проекта и суммой инвестируемых в его реализацию средств.

Расчет этого показателя осуществляется по формуле:

$$NPV = ДП - ИС \frac{1}{(1 + r)^t} \quad (1.45),$$

где NPV – чистый приведенный доход;

ДП – сумма денежного потока (в настоящей стоимости) за весь период эксплуатации инвестиционного проекта (до начала инвестиций в него). Если полный период эксплуатации до начала нового инвестирования в данный объект определить сложно, его принимают в расчетах в размере 5 лет (это средний период амортизации оборудования, после чего оно подлежит замене);

ИС – сумма инвестиционных средств (в настоящей стоимости), направляемых на реализацию инвестиционного проекта.

Если раскрыть составляющие предыдущей формулы, то она примет вид:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{Bt - Ct}{(1+i)^t} \quad (1.56),$$

Где В – полные выгоды за год t;

С – полные затраты за год t;

t – соответствующий год проекта (1, 2, 3, ... n);

i – ставка дисконта (процентная).

Характеризуя показатель чистый приведенный доход, следует отметить, что он может быть использован не только для сравнительной оценки эффективности инвестиционных проектов, но и как критерий целесообразности их реализации.

Инвестиционный проект, по которому показатель чистого приведенного дохода является отрицательной величиной или равен нулю, должен быть отвергнут, так как он не принесет инвестору дополнительный доход на вложенный капитал. Инвестиционные проекты с положительным значением показателя чистого приведенного дохода позволяют увеличить капитал инвестора.

Показатель чистый приведенный доход (NPV) обладает очевидными достоинствами и недостатками.

Достоинство проявляется в том, что данный показатель является абсолютным и учитывает масштабы инвестирования. Это позволяет рассчитать прирост стоимости компании или величину капитала инвестора. Но из этих достоинств вытекают и недостатки.

Первый заключается в том, что величину чистого приведенного дохода трудно, а в ряде случаев невозможно нормировать.

Второй недостаток связан с тем, что чистый приведенный доход в явном виде не показывает какими инвестиционными усилиями достигнут результат. Хотя в расчете чистого приведенного дохода размер инвестиций и учитывается, относительное сопоставление не проводится.

Отформатировано: английский (США)

Отформатировано: русский

Другим общим критерием, который значительно реже используемым в практике проектных решений, является коэффициент «Выгоды-Затраты». Он определяется как сумма дисконтированных выгод, разделенная на сумму дисконтированных затрат.

$$B/Z = \frac{\sum_{n=1}^m B_n/(1+i)^n}{\sum_{n=1}^m Z_n/(1+i)^n} \quad (1.67),$$

Критерий отбора проектов с помощью коэффициента выгоды-затраты является состоит в том, что при значении ~~коэффициента~~ коэффициента, который равен или больше единицы, реализация проекта признается успешной. Этот метод тоже имеет недостатки. Он не приемлем для ранжирования по преимуществам независимых проектов и абсолютно не подходит для выбора взаимоисключающих проектов, не показывает фактическую величину чистых выгод по проекту. Например, небольшой проект может иметь значительно больший коэффициент выгоды-затраты, чем большой проект, и если не воспользоваться расчетом показателя NPV, то можно принять ошибочное решение по проекту.

Индекс доходности показывает относительную прибыльность проекта или дисконтированную стоимость денежных поступлений от проекта в расчете на единицу вложений.

Расчет индекса доходности осуществляется по ~~формуле~~ формуле:

$$ИД = \frac{ДП}{ИС} \quad (1.78),$$

где ИД – индекс доходности по инвестиционному проекту;

ДП – сумма денежного потока в настоящей стоимости;

ИС – сумма инвестиционных средств, направляемых на реализацию инвестиционного проекта (при разновременности вложений также приведенная к настоящей стоимости).

Показатель «индекс доходности» также может быть использован не только для сравнительной оценки, но и в качестве критериального при принятии инвестиционного проекта к реализации. Если значение индекса доходности меньше или равно единице, то проект должен быть отвергнут в связи с тем, что он не принесет дополнительного дохода инвестору. Следовательно, к реализации могут быть приняты инвестиционные проекты только со значением показателя индекса доходности выше единицы.

При сравнении показателей «индекс доходности» и «чистый приведенный доход», следует, что результаты оценки эффективности инвестиций находятся в прямой зависимости: с ростом абсолютного значения чистого приведенного дохода возрастает и значение индекса доходности и наоборот. Кроме того, при нулевом значении чистого приведенного дохода индекс доходности всегда будет равен единице. Это означает, что как критериальный показатель целесообразности реализации инвестиционного проекта может быть использован только один (любой) из них. Но если проводится сравнительная оценка, то в этом

случае следует рассматривать оба показателя: чистый приведенный доход и индекс доходности, так как они позволяют инвестору с разных сторон оценить эффективность инвестиций.

Период окупаемости – это период, ~~в течение~~ в течение которого сумма полученных доходов окажется равной величине произведенных инвестиций.

Расчет этого показателя осуществляется по ~~формуле~~ формуле:

$$ПО = \frac{ИС}{ДПп} \quad (1.89),$$

где ПО – период окупаемости вложенных средств по инвестиционному проекту;

ИС – сумма инвестиционных средств, направляемых на реализацию инвестиционного проекта (при разновременности вложений приведения к настоящей стоимости);

ДПп – средняя сумма денежного потока (в настоящей стоимости) в периоде. При краткосрочных вложениях этот период принимается за один месяц, а при долгосрочных – за один год;

п – количество периодов.

Характеризуя показатель «период окупаемости», следует обратить внимание на то, что он может быть использован для оценки не только эффективности инвестиций, но и уровня инвестиционных рисков, связанных с ликвидностью (чем продолжительнее период реализации проекта до полной его окупаемости, тем выше уровень инвестиционных рисков). Недостатком этого показателя является то, что он не учитывает те денежные потоки, которые формируются после периода окупаемости инвестиций. Так, по инвестиционным проектам с длительным сроком эксплуатации после периода их окупаемости может быть получена гораздо большая сумма чистого приведенного дохода, чем по инвестиционным проектам с коротким сроком эксплуатации (при аналогичном и даже более быстром периоде окупаемости).

Внутренняя норма доходности (IRR) является наиболее сложным из всех показателей с позиции механизма его расчета. Этот показатель характеризует уровень доходности конкретного инвестиционного проекта, выражаемый дисконтной ставкой, по которой будущая стоимость денежного потока от инвестиций приводится к настоящей стоимости инвестируемых средств. Внутреннюю норму доходности можно охарактеризовать как дисконтную ставку, при которой чистый приведенный доход в процессе дисконтирования будет приведен к нулю.

Для определения внутренней нормы доходности используются методы приближенных расчетов, одним из которых является метод линейной интерполяции. Для применения данного метода необходимо выполнить следующий алгоритм:

1. Произвольно подбирается ставка процента и определяется величина приведенного денежного потока для каждого варианта ставок.

2. Определяется значение чистого приведенного дохода для каждого варианта ставки.

3. Подбор ставки продолжаем до первого отрицательного значения чистого приведенного дохода.

4. Берутся два значения: предпоследняя (i_1) и последняя (i_2) ставки процента с соответствующим им значением чистого приведенного дохода. По ним строится график,

Характеризуя показатель «внутренняя норма доходности», можно отметить, что он наиболее приемлем для сравнительной оценки. При этом сравнительная оценка может осуществляться не только в рамках рассматриваемых инвестиционных проектов, но и в более широком диапазоне (например, сравнение внутренней нормы доходности по инвестиционному проекту с уровнем прибыльности используемых активов в процессе текущей хозяйственной деятельности компании; со средней нормой прибыльности инвестиций; с нормой прибыльности по альтернативному инвестированию – депозитным вкладам, приобретением государственных облигаций). Кроме того, каждая компания с учетом своего уровня инвестиционных рисков может установить для себя используемый для оценки проектов критериальный показатель внутренней нормы доходности. Проекты с более низкой внутренней нормой доходности при этом будут автоматически отклоняться как несоответствующие требованиям эффективности реальных инвестиций. Такой показатель в практике оценки инвестиционных проектов носит название «предельная ставка внутренней нормы доходности» [4].

Несмотря на некоторые положительные свойства показателя IRR он имеет недостатки:

- Для проекта может не существовать единой IRR. Такое множество решений может появиться, если ежегодные денежные потоки в период реализации проекта изменяют знак (с положительного на отрицательный и наоборот) несколько раз. Это случается в том случае, когда полученные доходы от реализации проекта, снова реинвестируются в проект.

- Применение одного значения ставки дисконта предусматривает, что его значение будет постоянным на протяжении всего срока реализации проекта. Но для проектов с длительным сроком реализации (если учесть их высокую неопределенность в поздние периоды) вряд ли возможно применять единый коэффициент дисконтирования на протяжении всего жизненного цикла проекта.

Несмотря на недостатки показатель IRR часто используется в проектном анализе и большинство проектов опирается именно на него.

Современный анализ проектов настаивает на совместном применении показателей NPV и IRR. КА критерий оценки проекта внутренняя норма доходности устанавливает границу принятия проектов к реализации. Формально IRR показывает ставку дисконта, при которой проект не увеличивает и не уменьшает стоимость фирмы, поэтому отечественные аналитики называют этот показатель проверенным дисконтом. Он показывает граничное значение коэффициента дисконтирования, который разделяет инвестиции на приемлемые и неприемлемые [3].

1.3.2 Статические методы оценки инвестиционных проектов

Методы оценки эффективности, не включающие дисконтирование, иногда называют статистическими методами оценки эффективности инвестиций. Эти методы опираются на проектные, плановые и фактические данные о затратах и результатах, обусловленные реализацией инвестиционных проектов. При использовании этих методов в отдельных случаях прибегают к такому статистическому методу, как расчет среднегодовых данных о затратах и результатах (доходах) за весь срок использования инвестиционного проекта. Данный прием используется в тех ситуациях, когда затраты и результаты неравномерно распределяются по годам применения инвестиционного проекта

К методам, не включающим дисконтирование, относятся следующие:

- а) метод, основанный на расчете сроков окупаемости инвестиций (срок окупаемости инвестиций);
- б) метод, основанный на определении нормы прибыли на капитал (норма прибыли на капитал);
- в) метод, основанный на расчете разности между суммой доходов и инвестиционными издержками (единовременными затратами) за весь срок использования инвестиционного проекта, который известен под названием Cash-flow или накопленное сальдо денежного потока;
- г) метод сравнительной эффективности приведенных затрат на производство продукции;
- д) метод выбора вариантов капитальных вложений на основе сравнения массы прибыли (метод сравнения прибыли).

В результате такого методического приема не в полной мере учитывается временной аспект стоимости денег, факторы, связанные с инфляцией и риском. Одновременно с этим

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, не полужирный, курсив, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 3, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный, Узор: Нет

Отформатировано: Шрифт: курсив, Цвет шрифта: Авто

усложняется процесс проведения сравнительного анализа проектных и фактических данных по годам использования инвестиционного проекта. Поэтому статистические методы оценки (методы, не включающие дисконтирование) наиболее рационально применять в тех случаях, когда затраты и результаты равномерно распределены по годам реализации инвестиционных проектов и срок их окупаемости охватывает небольшой промежуток времени — до пяти лет. Однако, благодаря своей простоте, общедоступности для понимания большинством специалистов фирм, высокой скорости расчета эффективности инвестиционных проектов и доступности к получению необходимых данных, эти методы получили самое широкое распространение на практике. Основные их недостатки — охват короткого периода времени, игнорирование временного аспекта стоимости денег и неравномерного распределения денежных потоков в течение всего срока функционирования инвестиционных проектов [3].

Всю совокупность статистических методов оценки эффективности инвестиций можно условно разделить на две группы:

- методы абсолютной эффективности инвестиций;
- методы сравнительной эффективности вариантов капитальных вложений.

К первой группе относятся метод, основанный на расчете сроков окупаемости инвестиций, и метод, основанный на определении нормы прибыли на капитал.

Ко второй группе - методам сравнительной оценки эффективности инвестиций - относятся:

- метод накопленного сальдо денежного потока (накопленного эффекта) за расчетный период;
- метод сравнительной эффективности - метод приведенных затрат;
- метод сравнения прибыли.

Теория абсолютной эффективности капитальных вложений исходит из предпосылки, что реализации или внедрению подлежит такой инвестиционный проект, который обеспечивает выполнение установленных инвестором нормативов эффективности использования капитальных вложений. К таким нормативам относится нормативный срок полезного использования инвестиционного проекта, или получение заданной нормы прибыли на капитал. Проект подлежит внедрению, если ожидаемое значение вышеназванных показателей будет равным или большим их нормативных значений [6].

Теория сравнительной эффективности капитальных вложений исходит из предпосылки, что внедрению (реализации) подлежит такой инвестиционный проект из нескольких (не менее двух), который обеспечивает либо минимальную сумму приведенных затрат,

либо максимум прибыли, либо максимум накопленного эффекта за расчетный период его использования [5].

1.3.3 Динамические методы оценки инвестиционных проектов

Дисконтирование - метод оценки инвестиционных проектов путем выражения будущих денежных потоков, связанных с реализацией проектов, через их стоимость в текущий момент времени. Методы оценки эффективности инвестиций, основанные на дисконтировании, применяются в случаях крупномасштабных инвестиционных проектов, реализация которых требует значительного времени.

Методы оценки эффективности инвестиций, основанные на дисконтировании:

- метод чистой приведенной стоимости (метод чистой дисконтированной стоимости, метод чистой текущей стоимости);
- метод внутренней нормы прибыли;
- дисконтированный срок окупаемости инвестиций;
- индекс доходности;
- метод аннуитета.

Метод оценки эффективности инвестиционного проекта на основе чистой приведенной стоимости позволяет принять управленческое решение о целесообразности реализации проекта исходя из сравнения суммы будущих дисконтированных доходов с издержками, необходимыми для реализации проекта (капитальными вложениями).

Индекс доходности представляет отношение приведенных денежных доходов к приведенным на начало реализации проекта инвестиционным расходам. Если индекс доходности больше 1, то проект принимается. При индексе доходности меньше 1 проект отклоняется.

Внутренняя норма прибыли представляет собой ту расчетную ставку процента (ставку дисконтирования), при которой сумма дисконтированных доходов за весь период реализации инвестиционного проекта становится равной сумме первоначальных затрат (инвестициям). Эту норму можно трактовать как максимальную ставку процент, под который фирма может взять кредит для финансирования проекта с помощью заемного капитала.

Расчет аннуитета чаще всего сводится к вычислению общей суммы затрат на приобретение по современной общей стоимости платежа, которые затем равномерно распределяются на всю продолжительность инвестиционного проекта.

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, не полужирный, курсив, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 3, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный, Узор: Нет

Отформатировано: Шрифт: курсив, Цвет шрифта: Авто

Оценка эффективности инвестиционных проектов — один из главных элементов инвестиционного анализа; является основным инструментом правильного выбора из нескольких инвестиционных проектов наиболее эффективного, совершенствования инвестиционных программ и минимизации рисков. Чем масштабнее инвестиционный проект и чем больше значительных изменений он вызывает в результатах хозяйственной деятельности предприятия, тем точнее должны быть расчеты денежных потоков и методы оценки эффективности инвестиционного проекта.

Инвестиционные проекты возникают из потребностей предприятия. Условием жизнеспособности инвестиционных проектов является их соответствие инвестиционной политике и стратегическим целям предприятия, находящим основное выражение в повышении эффективности его хозяйственной деятельности. Оценка эффективности инвестиционных проектов — один из главных элементов инвестиционного анализа; является основным инструментом правильного выбора из нескольких инвестиционных проектов наиболее эффективного, совершенствования инвестиционных программ и минимизации рисков [3].

Методы оценки инвестиционных проектов не во всех случаях могут быть едиными, так как инвестиционные проекты весьма значительно различаются по масштабам затрат, срокам их полезного использования, а также по полезным результатам.

К мелким инвестиционным проектам, не требующим больших капитальных вложений, не оказывающим существенного влияния на изменение выпуска продукции, а также имеющим относительно небольшой срок полезного использования, можно применять простейшие способы расчета.

Одновременно реализация более масштабных инвестиционных проектов (новое строительство, реконструкция, освоение принципиально новых видов продукции и т. п.), требующих больших инвестиционных затрат, вызывает необходимость учета большого числа факторов и, как следствие, проведения более сложных расчетов, а также уточнения методов оценки эффективности. Чем масштабнее инвестиционный проект и чем больше значительных изменений он вызывает в результатах хозяйственной деятельности предприятия, тем точнее должны быть расчеты денежных потоков и методы оценки эффективности инвестиционного проекта.

То обстоятельство, что движение денежных потоков, вызванное реализацией инвестиционных проектов, происходит в течение ряда лет, усложняет оценку их эффективности. С учетом того, что внедрение инвестиционных проектов в течение длительного периода времени оказывает влияние на экономический потенциал и результаты хозяйственной деятельности предприятия, ошибка в оценке их эффективности чревата значительными финансовыми рисками и потерями.

Экономической науке определяет несколько основных причин расхождения между проектными и фактическими показателями эффективности инвестиционных проектов.

К первой группе причин относится сознательное завышение эффективности инвестиционного проекта, обусловленное субъективной позицией отдельных ученых, научных работников и специалистов предприятия и их борьбой за ограниченные финансовые ресурсы. Защититься от таких просчетов возможно путем создания на предприятиях соответствующих систем управления, которые позволяют координировать и контролировать работу функциональных служб предприятия, или привлечения независимых экспертов к проверке объективности расчетов, связанных с оценкой эффективности инвестиционных проектов.

Вторая группа причин обусловлена недостаточным учетом факторов риска и неопределенности, возникающих в процессе использования инвестиционных проектов.

Таким образом, при перспективной оценке эффективности инвестиционных проектов возникает множество проблем. Избежать или свести их к минимуму в значительной мере поможет выбор наиболее объективных методов оценки эффективности инвестиций [5].

В настоящее время выделяют ряд показателей, наиболее часто используемых для оценки эффективности предпринимательских проектов. В частности, это показатели, отнесенные к трем группам по критерию масштабности проекта. Эти показатели являются необходимыми и достаточными для оценки эффективности проекта конкретного масштаба.

Глава 2 Анализ проблем коммерческой оценки эффективности инвестиционного проекта в сегментах малого и среднего бизнеса

2.1 Проблема точности расчетов оценки

Совокупность методов, применяемых для оценки предпринимательских проектов, можно разбить на динамические и статические (учетные) методы. Учетная методика ориентирована на административно-плановую экономику и не дает достаточно объективной оценки по инвестиционным проектам, так как не учитывает наличие временного лага между затратами и результатом

Методы оценки эффективности, не включающие дисконтирование, иногда называют статистическими. Эти методы опираются на проектные, плановые и фактические данные о затратах и результатах, обусловленные реализацией предпринимательских проектов. При использовании этих методов в отдельных случаях прибегают к такому статистическому методу, как расчет среднегодовых данных о затратах и результатах (доходах) за весь срок использования проекта. Данный прием используется в тех ситуациях, когда затраты и результаты неравномерно распределяются по годам реализации предпринимательского проекта

К методам, не включающим дисконтирование, относятся следующие:

- а) метод, основанный на расчете сроков окупаемости (срок окупаемости инвестиций);
- б) метод, основанный на определении нормы прибыли на капитал (норма прибыли на капитал);
- в) метод, основанный на расчете разности между суммой доходов и инвестиционными издержками (единовременными затратами) за весь срок использования инвестиционного проекта, который известен под названием Cash-flow или накопленное сальдо денежного потока;
- г) метод сравнительной эффективности приведенных затрат на производство продукции;
- д) метод выбора вариантов капитальных вложений на основе сравнения массы прибыли (метод сравнения прибыли).

В результате такого методического приема не в полной мере учитывается временной аспект стоимости денег, факторы, связанные с инфляцией и риском. Одновременно с этим усложняется процесс проведения сравнительного анализа проектных и фактических дан-

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 2, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный, Узор: Нет

Отформатировано: Шрифт: полужирный

ных по годам использования предпринимательского проекта. Поэтому статистические методы оценки (методы, не включающие дисконтирование) наиболее рационально применять в тех случаях, когда затраты и результаты равномерно распределены по годам реализации предпринимательских проектов и срок их окупаемости охватывает небольшой промежуток времени — до пяти лет. Однако, благодаря своей простоте, общедоступности для понимания большинством специалистов фирм, высокой скорости расчета эффективности предпринимательских проектов и доступности к получению необходимых данных, эти методы получили самое широкое распространение на практике. Основные их недостатки — охват короткого периода времени, игнорирование временного аспекта стоимости денег и неравномерного распределения денежных потоков в течение всего срока функционирования предпринимательских проектов [3].



Рисунок 2.1. —График рейтинга сфер деятельности (групп ОКВЭД) с наиболее высокой и наиболее низкой вероятностью достижения предприятиями МСП возраст 3-х лет

На рисунке 2.1 наглядно видно, что, на графике интенсивности закрытия бизнесов хорошо виден всплеск волны закрытий по достижении возраста в 36 мес. Так как мы анализировали выборку длиной в 40 месяцев, то пока нет статистических данных о дальнейшей судьбе предприятий. В основном закрытие компаний МСП аномально часто происходит до достижения 6-месячного возраста. За первые полгода с рынка уходит 6,5% регистрируемых юридических лиц, что примерно в полтора раза выше нормы. Значительная их часть, вероятно, фирмы-однодневки.

Наиболее стабильными оказались компании, осуществляющие деятельность в области здравоохранения (94 из 100 компаний продолжают работать на рынке более трех лет).

В верхних строках рейтинга — те направления, где требуются значительные капитальные инвестиции: металлургия, добывающая промышленность, энергетика.

Таким образом, основная большая часть МСП имеет проблемы достижения возраста 3-х лет, что значительно снижает возможности для их вложений в инвестиционные проекты.

Всю совокупность статистических методов оценки эффективности инвестиций можно условно разделить на две группы:

- методы абсолютной эффективности;
- методы сравнительной эффективности вариантов капитальных вложений.

К первой группе относятся метод, основанный на расчете сроков окупаемости предпринимательского проекта, и метод, основанный на определении нормы прибыли на капитал.

Ко второй группе - методам сравнительной оценки эффективности предпринимательского проекта - относятся:

- метод накопленного сальдо денежного потока (накопленного эффекта) за расчетный период;
- метод сравнительной эффективности - метод приведенных затрат;
- метод сравнения прибыли.

Теория абсолютной эффективности капитальных вложений исходит из предпосылки, что реализации или внедрению подлежит такой инвестиционный проект, который обеспечивает выполнение установленных инвестором нормативов эффективности использования капитальных вложений. К таким нормативам относится нормативный срок полезного использования проекта, или получение заданной нормы прибыли на капитал. Проект подлежит внедрению, если ожидаемое значение вышеуказанных показателей будет равным или большим их нормативных значений [6].

Теория сравнительной эффективности капитальных вложений исходит из предпосылки, что внедрению (реализации) подлежит такой предпринимательский проект из нескольких (не менее двух), который обеспечивает либо минимальную сумму приведенных затрат, либо максимум прибыли, либо максимум накопленного эффекта за расчетный период его использования.

Задача оценки инвестиционного проекта по своей сути относится к классу задач финансового планирования. Следует, однако, учитывать различия в подходах, существующих между собственно планированием деятельности предприятия и подготовкой решения об осуществлении капиталовложений.

В первом случае вся работа должна вестись в режиме реального времени и базироваться на сопоставлении фактических (достигнутых) показателей с плановыми. В качестве основного источника информации будут выступать формы текущей производственной и финансовой отчетности, а главным инструментом планирования является бухгалтерский учет.

В случае оценки инвестиционных проектов, особенно в контексте оценки его экономической привлекательности, методы бухгалтерского учета не обеспечивают адекватного описания происходящих и предполагаемых в будущем процессов. Сделать такой вывод позволяет анализ принципов (концепций), на которых базируется учет. Некоторые из них, например, «концепция действующего предприятия», «концепция стоимости», «концепция консерватизма» и другие, ограничивают использование имеющейся информации для действительной (рыночной) оценки затрат и поступлений.

Главный смысл оценки инвестиционного проекта состоит в предоставлении лицу, принимающему решение, всей необходимой информации для заключения или о начале реализации, или об отказе от проекта, или о корректировке предполагаемого плана осуществления инвестиций. В этой связи более важной становится общая интерпретация результатов оценки, нежели точность отдельно взятых значений тех или иных показателей.

Специфика оценки инвестиционных проектов заключается в подготовке дискретных, «точечных» прогнозов на поворотных пунктах развития предприятия. Только после принятия конкретных стратегических решений можно заниматься задачами оперативного планирования. Поэтому проблема точности в оценке - это, прежде всего, проблема сочетания приближенных количественных методов и грамотной интерпретации результатов расчетов.

Как правило, применение методов оценки коммерческой состоятельности инвестиционных проектов базируется на одном принципиальном допущении, а именно: предполагается, что деятельность проекта (предприятия) внутри установленного интервала планирования полностью описываются итоговыми (суммарными) числовыми значениями потоков поступлений и платежей. Иначе говоря, дискретность возникновения всех числовых величин привязана к концу каждого интервала планирования. Характер процессов, происходящих между двумя замерами, тем самым игнорируется, из чего очевидна важность верного выбора интервала разбиения срока жизни проекта на временные отрезки. С одной стороны, чем точнее будет производиться это разбиение, тем точнее будут результаты выпол-

ненных расчетов. Однако здесь возникает проблема определения нижнего предела применимости методов оценки, который, в подавляющем большинстве случаев, соответствует периоду планирования в один календарный месяц.

Данное ограничение объясняется одной веской причиной: периоды расчета большинства налогов, а также периоды начисления заработной платы, процентов и определение других статей затрат, как правило, либо меньше, либо равны тридцати календарным дням. Поэтому при большем интервале можно пренебречь неравномерностью или дискретным характером возникновения таких затрат. Предполагаемое повышение точности расчетов при уменьшении разбиения срока жизни проекта на временные отрезки вначале приведет к резкому возрастанию объема всей исходной информации, а затем начнут сказываться существующие противоречия между фактическими и учетными показателями деятельности предприятий. Например, в России - между непрерывностью начисления заработной платы и дискретностью (получка и аванс) ее выплаты, причем получка, как известно, выплачивается только в следующем за отчетным месяце.

С позиций оценки инвестиционного проекта и, в особенности оценки его экономической привлекательности, подобные нюансы являются несущественными и не должны оказывать влияния на принятие решений.

Еще одним допущением, часто используемым в оценке инвестиционных проектов, является предположение о том, что весь объем производимой в течение данного интервала планирования продукции реализуется в том же интервале. Не касаясь маркетинговой стороны этого вопроса и предполагая, что соотношение цены реализации и объема продаж подкреплены соответствующими исследованиями рынка, следует отметить, что при указанном допущении финансовые результаты деятельности проекта имеют тенденцию быть слишком оптимистичными. Учет последнего факта производится путем определения потребности в оборотном капитале, в состав которого включаются статьи «Счета, подлежащие оплате», «Незавершенная продукция» и «Готовая продукция на складе». Таким образом, происходит как бы перераспределение средств проекта, позволяющее практически полностью компенсировать последствия сделанного допущения.

Методика ЮНИДО и подавляющее большинство других методических разработок, применяемых на Западе, используют только годовые интервалы.

Проблема коммерческой оценки инвестиционных проектов имеет непосредственное отношение к точности методов оценки. Ее суть заключается в выборе одного из двух возможных методов расчетов - в постоянных или текущих ценах.

Одно из определений понятия инфляции связывает с ней процесс уменьшения с течением времени реальной покупательной способности номинально равных денежных сумм.

Поскольку наличие инфляционных процессов в любой экономической системе скорее правило, чем исключение, поэтому при оценке эффективности проекта возникает вопрос: на какие цифры следует ориентироваться при прогнозировании развития инвестиционного проекта - номинальные или реальные.

С одной стороны, расчеты, выполненные в денежных единицах с постоянной покупательной способностью, то есть, в постоянных ценах, обеспечивают сопоставимость разделенных во времени показателей. С другой стороны, потоки денежных средств, более соответствующие действительности, могут быть определены только при использовании ~~в расчетах~~ в расчетах, действующих или текущих цен.

Рассмотрим круг затронутых проблем более подробно.

Главная задача оценки состоит в информационном обеспечении принятия адекватного решения о целесообразности осуществления инвестиционного проекта. С этой точки зрения расчеты в постоянных ценах имеют неоспоримое преимущество перед расчетами в текущих ценах. Заключается оно в том, что дискинт-мейкер получает возможность взвесить и оценить планируемые результаты осуществления проекта, не выходя за рамки существующего на момент принятия решения масштаба цен. Забегая вперед, можно сказать, что, именно вследствие этого преимущества, расчеты в денежных единицах с постоянной покупательной способностью значительно чаще практикуются при проведении прединвестиционных исследований.

Второй аспект, способствующий широкому применению метода расчета в постоянных ценах - это простота подготовки требующейся информации. Использование денежных единиц с постоянной покупательной способностью позволяет легче рассчитать и проследить реальную динамику таких важных показателей, как объемы продаж, цены реализации, себестоимость продукции, рентабельность и т.д.

На Западе для этого используется специальный термин – «постоянные доллары». Если вся исходная информация для оценки проекта была подготовлена в едином масштабе цен (без учета инфляции), то и все результаты расчетов, включая величину внутренней нормы прибыли, также будут получены в реальном измерении.

Вместе с тем, внутренняя норма прибыли, будучи одной из форм оценки стоимости капитала, должна сопоставляться, в частности, с действующими ставками ссудного процента. Однако, практически все объявленные банковские ставки являются номинальными, то есть, включают в качестве одной из составляющих темп инфляции. Для сравнения с расчетным значением IRR и, разумеется, для использования в самих расчетах, процентные ставки должны быть очищены от инфляции и пересчитаны в реальные. Сделать это можно только определив размер инфляционной компоненты.

Итак, несмотря на попытку избежать учета фактора инфляции при выполнении расчетов в постоянных ценах и интерпретации полученных результатов, с ним придется считаться.

Немного отступив от главной темы, рассмотрим проблемы взаимного пересчета номинальных и реальных процентных ставок. Для этого необходимо ввести несколько новых понятий.

Как известно, широко используемая в практике банковского дела годовая процентная ставка не всегда отражает истинную стоимость кредитных ресурсов. Происходит это по причине того, что проценты, как правило, начисляются и выплачиваются не ~~единократно~~ однократно по завершении года, а несколько раз в год - чаще всего, ежемесячно, иногда - ежеквартально.

Указанное обстоятельство ведет к тому, что, с точки зрения банка, кредитные ресурсы, с учетом изымаемых процентов, приносят доход, в действительности превышающий объявленную ставку. Так, при ставке 12 процентов годовых и ежемесячном начислении процентов (из расчета один процент в календарный месяц), за счет возврата процентов в оборот, банк может получить с каждой тысячи не 120, а около 127 рублей (для расчета последней суммы использовалась известная формула сложных или растущих процентов).

С точки зрения ссудозаемщика может показаться, что для него частота уплаты процентов не влияет на общую их сумму (в приведенном выше примере она будет все равно составлять 120 рублей). Тем не менее, и в этом случае действительная процентная ставка будет выше назначенной банком - в силу того, что, выплачивая проценты, заемщик теряет возможность использовать эти деньги (например, перессудив их кому-нибудь другому по той же ставке).

Из всего здесь сказанного вытекает необходимость разделения понятий объявленной банковской ставки и действительной или эффективной ставки, наряду с уже проведенным разграничением между номинальными и реальными процентными ставками.

Точное математическое выражение для этой операции содержит дополнительный «инфляционный» делитель - индекс инфляции, который может вносить существенные коррективы в результаты расчетов:

$$R = (N - I) / (1 + I). \quad (2.1)$$

Второй момент, связанный с использованием представленной выше формулы, заключается в требовании сопоставимости измерения исходных показателей N (номинальная ставка) и I (темп инфляции). Поскольку последний всегда рассчитывается по правилу сложных процентов, номинальная банковская ставка также должна быть пересчитана в эффективную. Формула для такого пересчета выглядит следующим образом:

$$Ne = (1 + Nb / P)^P - 1, \quad (2.2)$$

где Ne - номинальная эффективная ставка, Nb - номинальная банковская ставка, P - число периодов начисления процентов внутри рассматриваемого интервала действия ставок.

Для взаимного пересчета одних видов ставок в другие в банковской практике Запада обычно применяются сборники таблиц, а также специальные калькуляторы или программные средства.

Используя приведенные выше формулы применительно к проблеме расчетов в постоянных ценах, можно перевести все номинальные (инфляционные) ставки в реальные, и наоборот. Но для этого все равно необходимо задаться темпом инфляции. От того, насколько точно можно сделать такой прогноз на весь срок жизни проекта, будет зависеть корректность выполненных расчетов и, следовательно, качество оценки. В стабильной макроэкономической ситуации эксперты, занимающиеся оценкой инвестиций, имеют такую возможность.

Иногда эффективную ставку называют «реальной», однако этого рекомендуется избегать, с тем, чтобы не смешивать последнюю со ставкой, очищенной от инфляционной составляющей.

Еще одно допущение, которое обычно делается при использовании в расчетах постоянных цен, состоит в том, что сложившиеся на момент сбора и подготовки исходной информации ценовые соотношения не изменятся в течение всего срока жизни проекта. На самом деле это означает не что иное, как предположение об одинаковых темпах роста всех элементов исходных данных.

Если эксперт обладает достоверной информацией, позволяющей ему прогнозировать относительно более быстрый или замедленный рост цен на тот или иной компонент проекта, то это можно учесть с помощью формул, аналогичных двум приведенным выше формулам расчета реальных процентных ставок. При этом все остальные данные проекта не пересчитываются, являясь как бы «фоном» для изменяющихся параметров.

В отличие от только что рассмотренного метода расчетов в постоянных ценах, метод расчетов в текущих ценах позволяет увидеть действительную картину происходящих процессов, а, в дальнейшем, после начала осуществления проекта, и сопоставлять планировавшиеся (проектируемые) показатели с уже достигнутыми.

В условиях инфляции объемы поступлений от реализации продукции, так же, как и большая часть всех текущих расходов, номинально возрастают. Соответственно, растет и масса прибыли, и суммы налоговых выплат. Тем не менее, общее воздействие инфляцион-

ного роста цен на финансовые и экономические показатели функционирования проекта следует охарактеризовать как негативное, так как любые меры по учету и компенсированию этого воздействия будут неизбежно иметь запаздывающий характер.

Особо следует рассмотреть поведение в условиях инфляции таких компонент текущих затрат, как амортизационные отчисления и процентные выплаты.

Во многих развитых странах действующее законодательство позволяет предприятиям либо корректировать суммы начисленного износа и/или остаточную стоимость постоянных активов, либо создавать специальные резервы на их переоценку за счет отчислений из прибыли до уплаты налогов. В случае отсутствия подобных юридических механизмов (как это имеет место в России), предприниматели попадают под усиленный налоговый пресс: вследствие того, что амортизационные отчисления представляют собой фиксированные суммы, их удельный вес в себестоимости падает, а накопления не позволяют произвести адекватную замену изношенных фондов.

В случае начисления и уплаты процентов в инфляционной среде ситуация противоположная, так как фактически часть выплат осуществляется за счет общего роста цен.

Действительный отток средств определяется реальной ставкой процента.

Подготовка исходных данных для оценки инвестиционного проекта в случае использования текущих цен происходит в два этапа: сначала определяется реальная, не связанная с инфляцией, динамика ценовых изменений, а затем все значения индексируются в соответствии с прогнозными темпами инфляции. В качестве оценки общего уровня инфляции принято ориентироваться на официальные или общепринятые значения.

Поскольку за полученными в результате таких расчетов цифрами трудно увидеть реальное (физическое) содержание происходящих процессов, приводит к тому, что метод расчетов в текущих ценах редко используется как основной при выполнении оценки капиталовложений.

Поскольку ни один из двух возможных методов расчетов (как в постоянных, так и текущих ценах) не в состоянии избежать элемента субъективности, связанного с необходимостью прогнозирования темпов инфляции, определяющим моментом при выборе между ними становятся относительная простота использования и интерпретации полученных результатов. По этим параметрам предпочтительнее использовать первый метод. Изучение воздействия инфляции на характеристики инвестиционного проекта и выполнение расчетов в текущих оценках должно носить вспомогательный характер и может производиться, например, в рамках выполнения анализа чувствительности. В США в этом качестве выступает ежемесячно публикуемый индекс потребительских цен.

2.2 Учет фактора неопределенности и оценка риска

На всех стадиях предынвестиционных исследований в той или иной степени присутствует фактор неопределенности. Степень неопределенности будет уменьшаться по мере уточнения исходной информации, изучения сложившейся ситуации и определения целей проекта и конкретных способов их достижения. Однако полностью исключить неопределенность при планировании в принципе невозможно. Поэтому общая оценка инвестиционного проекта должна выполняться с учетом возможных изменений внешних и внутренних параметров при его осуществлении.

Оценка риска осуществления инвестиций в меньшей степени, чем другие способы оценки, поддается формализации. Именно поэтому эта стадия подготовки проекта часто является заключительной и носит, как правило, вспомогательный характер.

Одна из форм учета неопределенности - множественность вариантов осуществления проекта (например, «пессимистический», «оптимистический» и «нормальный» сценарии развития событий). Существует также целый ряд специальных методов, позволяющих достаточно объективно оценить состоятельность инвестиционного проекта с точки зрения неопределенности (общие подходы к оценке при этом остаются прежними: анализируется финансовая и экономическая стороны инвестиций). Все подобные методы можно объединить в три группы:

- 1) вероятностный анализ;
- 2) расчет критических точек;
- 3) анализ чувствительности.

Наиболее очевидным способом учета фактора неопределенности является вероятностный анализ. Его суть заключается в том, что для каждого параметра исходных данных строится кривая вероятности значений (обычно, по трем-пяти точкам). Последующий анализ может идти по одному из двух направлений: либо путем определения и использования в расчетах средневзвешенных величин, либо путем построения «дерева вероятностей» и выполнения расчетов по каждому из возможных сочетаний варьируемых величин. Во втором случае появляется возможность построения так называемого «профиля риска» проекта, то есть графика вероятности значений какого-либо из результирующих показателей (чистого дохода, внутренней нормы прибыли и т.п.).

Несомненно, что проведение вероятностного анализа инвестиционного проекта требует выполнения весьма значительного объема вычислений, особенно во втором из двух рассмотренных способов.

Отформатировано: Шрифт: полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 2, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный

Две других группы методов учета фактора неопределенности несколько проще в реализации. Их применение позволяет определить степень устойчивости проекта к вероятному негативному воздействию внешней среды или такого же характера изменению тех или иных параметров исходных данных. Если проект достаточно устойчив, это серьезно повышает его привлекательность в глазах потенциальных инвесторов. И напротив, проект, имеющий высокие показатели эффективности может (и должен) быть отвергнут, если будет установлена его слишком сильная зависимость от благоприятного стечения обстоятельств.

Методы расчета критических точек проекта обычно представлены расчетом так называемой «точки безубыточности», (BEP = точка достижения равновесия), обычно применяемым по отношению к объемам производства или реализации продукции. Его смысл заключается в определении минимально допустимого (критического) уровня производства (продаж), при котором проект остается безубыточным, то есть, не приносит ни прибыли, ни убытка. Чем ниже будет этот уровень, тем более вероятно, что данный проект будет жизнеспособен в условиях непредсказуемого сокращения рынков сбыта и, следовательно, тем ниже будет риск инвестора.

Для использования данного метода должен быть выбран интервал планирования, на котором достигается полное освоение производственных мощностей. Затем, методом итераций, подбирается искомое значение объема производства (обычно в натуральном исчислении) или объема продаж (обычно в денежном исчислении). Проект признается устойчивым, если найденная величина не превышает 75 - 80 процентов от нормального уровня.

Применяется также и аналитический способ расчета точки безубыточности. Для этого необходимо разделить текущие (производственные) затраты на условно-переменные (связанные с объемом производства) и условно-постоянные (фиксированные), а затем подставить эти значения в следующую формулу:

$$BEP = FC / (SR - VC), \quad (22.3),$$

где $BEП$ - точка безубыточности, FC - условно-постоянные расходы, SR - выручка от реализации, VC - условно-переменные расходы.

Значение точки безубыточности также трактуется как объем производства, при котором маржинальная прибыль равна условно-постоянным затратам.

Несмотря на простоту и высокую интерпретационную ценность, метод расчета точки безубыточности имеет единственный и очень существенный недостаток, заключающийся в использовании только одного «среза» исходных данных для заключения об устойчивости проекта на всем протяжении срока жизни.

Кроме описанных выше классических способов расчета точки безубыточности, могут применяться их различные модификации, в которых изменяемыми параметрами будут

являться не только объем, но и цена реализации продукции, а критериями - сумма накопленных денежных средств или внутренняя норма прибыли. При их использовании надо стремиться к охвату всего периода функционирования проекта.

На графике (рисунок 2.1) приведен пример расчета двух критических точек. На графике видно, что рассматриваемый инвестиционный проект будет в состоянии полностью погасить внешнюю задолженность в установленные сроки (четыре интервала планирования) только при условии достижения объемов производства на уровне не ниже 85 процентов от запланированных или при цене реализации не более чем на 8 процентов ниже, чем предполагается в исходном варианте.

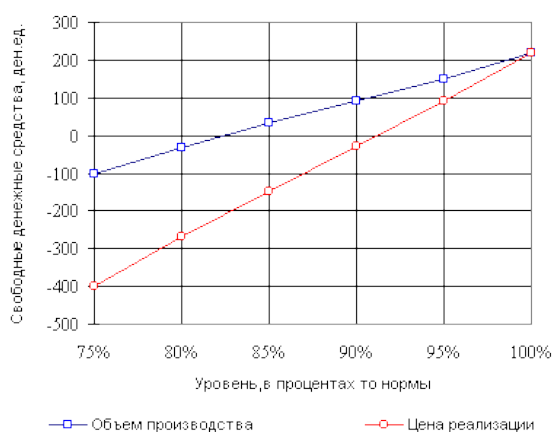


Рисунок 2.1. —Расчет критических точек

Третья группа методов, учитывающих фактор неопределенности при осуществлении инвестиционного проекта - так называемый «анализ чувствительности». Общим подходом при проведении этого анализа является отслеживание влияния на самые значимые критерии коммерческой состоятельности проекта (на внутреннюю норму прибыли) изменения ключевых параметров исходных данных. Границы вариации при этом составляют, как правило, плюс-минус 10 – 15%.

Итак, выполнение оценки степени риска необходимо выполнять во всех случаях, когда есть основания сомневаться в точности подготовленных исходных данных. В первую очередь это должно относиться к проектам, осуществление которых предполагается в условиях общей нестабильности.

Отформатировано: По центру

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

ситуации и перспективные оценки эффективности предпринимательских проектов

2.3 Проблемы оценки эффективности в условиях неопределенности текущей ситуации и перспективные оценки эффективности предпринимательских проектов

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 2, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, Узор: Нет

Итак, как было изучено выше, методы оценки предпринимательских проектов не во всех случаях могут быть едиными, так как предпринимательские проекты весьма значительно различаются по масштабам затрат, срокам их полезного использования, а также по полезным результатам.

К мелким проектам, не требующим больших капитальных вложений, не оказывающим существенного влияния на изменение выпуска продукции, а также имеющим относительно небольшой срок полезного использования, можно применять простейшие способы расчета.

Одновременно реализация более масштабных проектов (новое строительство, реконструкция, освоение принципиально новых видов продукции и т. п.), требующих больших инвестиционных затрат, вызывает необходимость учета большого числа факторов и, как следствие, проведения более сложных расчетов, а также уточнения методов оценки эффективности. Чем масштабнее предпринимательский проект и чем больше значительных изменений он вызывает в результатах хозяйственной деятельности предприятия, тем точнее должны быть расчеты денежных потоков и методы оценки эффективности предпринимательского проекта.

То обстоятельство, что движение денежных потоков, вызванное реализацией предпринимательских проектов, происходит в течение ряда лет, усложняет оценку их эффективности. С учетом того, что внедрение предпринимательских проектов в течение длительного периода времени оказывает влияние на экономический потенциал и результаты хозяйственной деятельности предприятия, ошибка в оценке их эффективности чревата значительными финансовыми рисками и потерями.

Экономической наукой определяется несколько основных причин расхождения между проектными и фактическими показателями эффективности предпринимательских проектов.

К первой группе причин относится сознательное завышение эффективности предпринимательского проекта, обусловленное субъективной позицией отдельных ученых,

научных работников и специалистов предприятия и их борьбой за ограниченные финансовые ресурсы. Защититься от таких просчетов возможно путем создания на предприятиях соответствующих систем управления, которые позволяют координировать и контролировать работу функциональных служб предприятия, или привлечения независимых экспертов к проверке объективности расчетов, связанных с оценкой эффективности предпринимательских проектов.

Вторая группа причин обусловлена недостаточным учетом факторов риска и неопределенности, возникающих в процессе использования предпринимательских проектов.

Для снижения к минимуму факторов риска возможно, если при построении прогноза и оценке эффективности проекта учитывать рассчитывать индекс текущей ситуации в экономике.

ИНДЕКС ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ		ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ		ПОКУПАТЕЛЬСКАЯ СПОСОБНОСТЬ	
		В СТРАНЕ	В ОТРАСЛИ	В СТРАНЕ	В ОТРАСЛИ
индекс, %	-64 ↑	-70 ↓	-59 ↓	-68 ↑	-58 ↑
Оптовая торговля	-65	-70	-61	-68 ↑	-60 ↑
Розничная торговля	-71	-79 ↓	-70	-72 ↑	-66 ↑
Маркетинг / консалтинг, бизнес-услуги	-59	-72 ↓	-53 ↓	-63 ↑	-49
Компьютеры, ИТ	-49	-58	-36	-60 ↑	-42 ↑
Строительство	-69	-73	-69	-70 ↑	-65
Производство	-64	-67	-57	-74	-58 ↑
Грузоперевозки	-65	-73	-63	-69	-55

Рисунок 2.1-2. — Оценка индекса текущей экономической ситуации для измерения покупательной способности и окупаемости проекта

Оценка влияния произошедших изменений в экономике на малый бизнес основана на анализе основных факторов для прогноза на будущее.

Итоговый индекс формируют четыре промежуточных индекса, характеризующих оценку текущей ситуации в экономике и в собственном бизнесе, а также ожидания на следующие шесть месяцев по стране и по своей компании:

- Индекс текущей экономической ситуации;
- Индекс бизнес-ожиданий;
- Индекс текущей ситуации по компании;
- Индекс ожиданий по компании.

Таким образом, при перспективной оценке эффективности предпринимательских проектов возникает множество проблем. Избежать или свести их к минимуму в значительной мере поможет выбор наиболее объективных методов оценки эффективности инвестиций [5].

При выборе объективность метода оценки эффективности инвестиций зависит от вида проекта МСБ.

Для расчета Индекса настроений малого бизнеса и его составляющих проводится опрос клиентов банка блока «Массовый бизнес» — индивидуальные предприниматели и компании с выручкой до 350 млн рублей в год.

В ходе онлайн-опроса эксперты выясняют оценки изменений таких показателей, как прибыль, выручка, размер среднего чека, количество клиентов, частота покупок и других, задаются вопросы о планах развития компаний и критериях успеха. На основе полученных ответов проходит оценка влияния изменений в экономике на малый бизнес и собираются прогнозы на будущее.

Положительные значения индекса означают преобладание позитивных оценок, отрицательные значения — негативных настроений над позитивными. Диапазон индекса от 100 до (-100) процентных пунктов.

Индекс настроений малого бизнеса рассчитывается в два этапа: Расчет четырех промежуточных индексов: Индекс текущей ситуации – Индекс бизнес-ожиданий – Индекс состояния компании – Индекс ожиданий по компании.

Значения индекса могут изменяться от -100 до 100.

Положительные значения индекса показывают, что позитивные настроения преобладают над негативными, отрицательные значения характеризуют преимущественно негативные настроения, показывает восприятие существующей экономической ситуации в стране и отрасли показывает ожидания целевой аудитории о том, как будет развиваться ситуация в стране и отрасли в следующие 6 месяцев показывает оценку положения дел в компании в ближайший прошедший период, включая прибыль, выручку, количество клиентов, средний чек, планируемые кадровые изменения, влияние санкций характеризует прогнозы представителей малого бизнеса по тому, как будут развиваться их компании в следующие 6 месяцев

Промежуточный индекс = (Сумма долей положительных ответов) — (Сумма долей отрицательных ответов) /Количество вопросов в индексе

Финальный индекс = (Сумма промежуточных индексов) / Количество промежуточных индексов

Для расчета индексов банки проводят собственные исследования среди потенциальных клиентов из числа субъектов малого и среднего бизнеса.

Так, для расчета индексов в 2019 году были опрошены клиенты блока «Массовый бизнес» Альфа-Банка — компании и индивидуальные предприниматели с выручкой до 350 млн рублей в год.

Статистическая выборка составила 1417 компаний в городах присутствия Альфа-Банка: Москва, Санкт-Петербург, Новосибирск, Екатеринбург, Краснодар и другие.

В ходе опроса эксперты выясняли оценки изменений таких показателей, как прибыль, выручка, размер среднего чека, количество клиентов, частота покупок и других, а также задавали вопросы о планах развития компаний и критериях успеха.

Индекс настроений малого бизнеса, рассчитанный экспертами Альфа-Банка совместно с Международным Исследовательским Центром MARC по собственной методике, на июнь 2019 года оказался самым высоким за два года проведения исследования и составил минус 21 пункт (значение индекса может изменяться от минус 100 до 100).

В ходе онлайн-опроса 2,3 тыс. клиентов банка — предпринимателей и руководителей компаний — была получена оценка влияния произошедших изменений в экономике на малый бизнес, проанализированы основные факторы и собраны прогнозы на будущее.

Негативные настроения относительно экономической ситуации на протяжении двух лет остаются практически без изменений. По результатам исследования видно, что предприниматели стали чуть более позитивно настроены относительно своего бизнеса и перспектив его развития, при этом, рассчитывают они только на себя. Каждая третья компания за последние полгода изменила модель продаж. Компании активно инвестируют в развитие своих сотрудников и наращивание экспертизы. Также предприниматели чаще стали заявлять о том, что вкладываются в цифровые технологии и автоматизацию бизнес-процессов — почти 70%. Еще один тренд, наблюдаемый с 2015 года — уменьшение количества компаний, чья деятельность связана с импортом, сейчас лишь 23 % компаний малого бизнеса закупают товары на зарубежных рынках.

На протяжении двух лет более уверенно себя чувствуют компании в сферах маркетинга, бизнес-услуг (минус 15) и ИТ (минус 14). Индекс настроений представителей оптовой торговли и производства вернулся на уровень годовалой давности — минус 20 и минус 19. Рост, в сравнении с осенью прошлого года, составил 8 и 7 пунктов соответственно.

Итоговый индекс формируют четыре промежуточных индекса, характеризующих оценку текущей ситуации в экономике и в собственном бизнесе, а также ожидания на следующие шесть месяцев по стране и по своей компании:

- индекс текущей экономической ситуации минус 64, в ноябре 2019 минус 67;
- индекс бизнес-ожиданий минус 28, в ноябре 2019 минус 35;
- индекс текущей ситуации по компании минус 12, в ноябре 2019 минус 15;
- индекс ожиданий по компании 20, в ноябре 2019 – 9.

Оценка текущей экономической ситуации как по стране, так и по отраслям, в сравнении с ноябрем 2018 года возросла на 3 пункта и составила минус 64. Компании малого бизнеса почти во всех регионах отмечают рост покупательской способности населения практически на том же уровне, как ожидали (5% по стране против 8% ожидаемых, и 7% в отрасли против 10% ожидаемых).

Итак, основные проблемы оценки эффективности инвестиционных проектов связаны с проблемами точности в условиях неопределенности текущей ситуации и определении рисков реализации проектов.

Глава 3 Основные направления совершенствования методов финансирования инвестиционных проектов малого и среднего бизнеса

3.1 Построение комплексной модели оценки эффективности инвестиционного проекта в сегментах малого и среднего бизнеса

~~Оценка инвестиционных~~ Оценка инвестиционных проектов банками в настоящий момент применяется в основном в отношении инвестиционных проектов крупных клиентов. Вместе с тем, целью исследования по теме данной работы является исследование данного инструментария в отношении кредитования малых и средних предприятий.

Для принятия решения о целесообразности или нецелесообразности кредитования инвестиционного проекта банкам необходимо провести оценку эффективности инвестиционного проекта, для чего требуется анализ финансового состояния предприятия, осуществляющего проект, прогноз изменений его финансового положения на срок предполагаемого кредитования и оценить показатели коммерческой эффективности проекта. Неотъемлемой частью этого анализа является финансовый анализ по двум направлениям:

- 1) анализ финансовой состоятельности предприятия, реализующего проект;
- 2) анализ эффективности проекта.

Наличие финансовой состоятельности на инвестиционной фазе проекта означает обеспечение неотрицательного остатка денежных средств в каждом интервале прогнозирования, начиная с даты первой выдачи кредитных средств. На эксплуатационной фазе проекта финансовая состоятельность означает способность заемщика обслуживать обязательства по кредиту (с учетом комиссий и процентов) в течение предполагаемого срока кредитования с заданным запасом прочности, выражаемым коэффициентом покрытия долга (DSCR).

Эффективность проекта является дополнительным критерий инвестирования проекта. Эффективность означает приемлемый уровень отдачи на вложенный капитал и определяется путем расчета ряда показателей, предполагающих учет стоимости денег во времени. Общепринятой является практика расчета чистой приведенной стоимости (NPV), внутренней нормы доходности (IRR), дисконтированного периода окупаемости (DPBP), индекса прибыльности инвестиций (PI). Прогноз финансового положения предприятия, реализующего проект, в том числе проектной компании (Special Purpose Vehicle, сокращенно SPV) при ее наличии, предполагает построение финансовой модели. Вместе с тем, модель,

Отформатировано: Шрифт: полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 2, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный

Отформатировано: Шрифт: полужирный

являющаяся важнейшим инструментом проведения анализа финансовых потоков проекта, должна отвечать принципам логичности и адекватности, и служить достижению нескольких целей:

- формирование качественной первоначальной оценки, а также контролю финансовых данных проекта в процессе реализации, включая доходы инициаторов;
- формулирование и отражение принципов, на которых реализуется проект с финансовой точки зрения в заключаемых контрактах;
- формирование структуры финансовых потоков при различных условиях, возникающих в процессе реализации;
- контроль за выполнением условий, взятых на себя участниками контрактных отношений;
- определение сценариев развития, включая базовый.

Важность адекватной финансовой модели трудно переоценить, учитывая то, что она включает в себя не только узкие вопросы, связанные с проектом, но и все другие аспекты его реализации, включая налоги и вопросы бухгалтерского учета, а также все, что может оказывать воздействие на движение денежного потока компании. С точки зрения участия сторон в формировании итоговой финансовой модели проекта, хотя и возможен вариант, при котором инициаторы создают свой проект, более эффективной является единая модель, которая формируется совместными усилиями.

Исходные данные, на основе которых формируется базовая финансовая модель, можно выделить следующим образом: 1) макроэкономические условия; 2) проектные расходы и структура финансирования; 3) операционные доходы и расходы; 4) использование займа и обслуживание долга; 5) налогообложение и бухгалтерский учет. На их основе принимается базовая модель, которая будет использована для расчетов денежного потока, предлагаемого к реализации проекта, исходя из которого будет определен уровень доходов инвесторов и допустимый предел рискованных показателей, основанных на коэффициентах долгового покрытия.

Основными источниками исходных данных для построения модели являются в том числе, но не исключительно, следующие документы, предоставляемые заемщиком в банк:

- бизнес-план проекта;
- документ, содержащий исходные данные/предпосылки для формирования Модели;
- отчеты о проведенных маркетинговых исследованиях, обзоры рынка;
- результаты технической экспертизы;

- исходно-разрешительная и проектно-сметная документация;
- технико-экономическое обоснование Проекта.

На основании исходных данных строятся базовые формы прогноза деятельности предприятия (либо проекта) - баланс, отчёт о прибылях и убытках и отчёт о движении денежных средств. С точки зрения периода, который должен охватываться финансовой моделью, стоит отметить, что существует прямая зависимость от участника проекта, а также индивидуальных особенностей проекта. В целом, построение финансовой модели базируется на данных, сформированных за период с момента первых расходов при строительстве и до самого окончания жизни проекта, его функционирования.

С точки зрения банка, период должен охватывать данные с момента подписания финансовой документации с учетом расходов, совершенных за прошлые периоды, необходимые для учета проекта и его анализа. Время функционирования проекта определяется на основе нескольких принципов: либо сроком действия проектного соглашения, т.е. заранее установленного периода взаимодействия участников реализации инвестиционного проекта; либо ожидаемым периодом экономического срока эксплуатации проекта, если соглашение не заключалось. К концу срока функционирования проекта остаточная стоимость всего акционерного капитала инициаторов обычно принимается равной нулю.

По итогам формирования модели проекта можно сделать необходимые выводы и произвести расчеты:

- краткое изложение расходов по проекту и источники их финансирования;
- суммарный денежный поток;
- коэффициенты покрытия кредиторов;
- доходность инвесторов.

Тем не менее, процесс формирования модели проекта включает в себя много вопросов и, как правило, занимает длительный период времени. Детальное моделирование заключается в подготовке проектной командой бюджета расходов на стадии реализации проекта и определении источников финансирования. Поскольку, именно денежный поток используется для обслуживания долговых обязательств, именно поэтому первым шагом в выполнении финансовой оценки является разработка модели движения денежных средств. Модели движения денежных средств разрабатываются в каждом конкретном случае на индивидуальной основе и в зависимости от типа и размера проекта могут быть как простыми так очень сложными.

В разрезе трех основных видов деятельности предприятия малого или среднего бизнеса, осуществляющего проект (операционной, инвестиционной, финансовой) отчет о прибылях и убытках и отчет о движении денежных средств имеют следующий вид (в скобках указан знак, с которым элемент участвует в расчетах денежных потоков) (таблица 3.1).

Таблица 3.1 - Отчет о движении денежных средств

№ элемента потока денежных средств	Элемент денежного потока	Примечание	Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см
1	Выручка от продаж (+)	Указывается без НДС	Отформатированная таблица
2	Себестоимость (-)	По данной статье отражаются затраты на материалы и комплектующие (без НДС), зарплату, отчисления во внебюджетные фонды, амортизацию, лизинговые платежи (без НДС), налоги в составе себестоимости (например, налог на имущество, земельный налог и др., кроме НДС). Следует учесть, что при определении суммы амортизации стоимость отдельных основных средств должна определяться с учетом процентов по кредитам и займам, включаемым в стоимость этого инвестиционного актива.	Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см
	Валовая прибыль		Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см
3	Коммерческие расходы (-)	Указываются без НДС. По данной статье могут быть учтены расходы на транспортировку продукции, расходы на рекламу, прочие расходы по сбыту.	Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

4	Управленческие расходы (-)	Указываются без НДС. По данной статье могут быть учтены расходы на оплату труда, не вошедшие в статью — Себестоимость (2), расходы на страхование, расходы на охрану труда и технику безопасности
	Прибыль от продаж	
5	Доходы от участия в других организациях (+)	
6	Проценты к получению (+)	Учитывается поступление процентов по дебиторской задолженности покупателей (заказчиков), финансовым вложениям, предоставленным займам.
7	Проценты к уплате (-)	Учитываются проценты по кредитам и займам. В данной статье не указываются проценты по кредитам/ займам, которые подлежат включению в стоимость инвестиционного актива
8	Прочие доходы (+)	По данной статье могут быть, в том числе, учтены положительные курсовые разницы от переоценки имущества и обязательств, выраженных в иностранной валюте
9	Прочие расходы (-)	По данной статье могут быть, в том числе, учтены отрицательные курсовые разницы, а также расходы, связанные с оплатой услуг, оказываемых кредитными организациями.
	Прибыль до налогообложения	

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

10	Уплаченный налог на прибыль (-)	Размер налога на прибыль определяется в соответствии с НК РФ.
	Чистая прибыль (убыток)	
11	Амортизация (+)	Соответствует сумме амортизационных отчислений, учтенных со знаком (-) по элементу потока —Себестоимостью (2).
12	НДС (+ / -)	По данной статье должно быть отражено сальдо следующих потоков, касающихся возврата из бюджета/ уплаты в бюджет НДС в том или ином Интервале прогнозирования, а именно: (1) НДС, полученный Заемщиком в составе поступлений от покупателей и заказчиков (+); (2) НДС, полученный Заемщиком в составе Поступлений от продажи активов (17) (+); (3) НДС, возвращенный из бюджета, в т.ч., но не (4) исключительно, по Капитальным затратам (15) (+); (5) НДС, уплаченный Заемщиком в составе платежей поставщикам и подрядчикам (-); (6) НДС, уплаченный Заемщиком по Капитальным затратам (15) и Приобретенным активам (16) (-); (7) НДС, подлежащий перечислению Заемщиком в бюджет (-). Необходимо учитывать при построении Модели по Заемщику

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

		(Проекту) особенности расчета и порядка возмещения/ уплаты НДС в бюджет, установленные НК РФ и иными нормативными актами.
13	Изменение оборотного капитала (+ / -)	По данной статье должно быть отражено увеличение (+) либо сокращение (-) оборотного капитала в том или ином Интервале прогнозирования.
14	Итого, денежные потоки от операционной деятельности (CFO)	
(15)	Капитальные затраты, в т.ч. проценты по кредитам/ займам, включаемые в стоимость инвестиционного актива (-)	Учитываются без НДС
16	Приобретение активов (-)	
17	Поступления от продажи активов (+)	
18	Прочие инвестиции (-)	
19	Итого, денежные потоки от инвестиционной деятельности (CFI)	
20	Размещение (выкуп) собственных акций (долей) (+/-)	
21	Целевые финансовые поступления (выплаты) (+ / -)	
22	Размещение (выкуп, погашение) долговых ценных бумаг (+ / -)	
23	Привлечение прочих кредитов/ займов (+)	
24	Погашение прочих кредитов/ займов (-)	

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

25	Выплата дивидендов и/или иных платежей по распределению прибыли (-)	
26	Итого, денежные потоки от финансовой деятельности (CFF)	
27	Суммарный денежный поток за период	Рассчитывается как сумма CFO, CFI и CFF
28	Денежные средства на начало периода	
29	Денежные средства на конец периода	

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

1) Денежный поток от операционной деятельности (Cash Flow from Operating, CFO) рассчитывается по формуле:

$$CFO = \text{Чистая прибыль (убыток)} \pm DWC + DDA, \quad (3.1)$$

Отформатировано: Шрифт: курсив

где: DDA – амортизация основных средств, нематериальных и финансовых активов; DWC – изменение оборотного капитала (изменение инвестиций в оборотный капитал). Как правило, этот вид потока имеет положительное значение.

2) Денежный поток от инвестиционной деятельности (Cash Flow from Investing activities, CFI) рассчитывается по формуле:

$$CFI = \text{поступления от продажи активов} - \text{капитальные затраты} - \text{приобретение активов} - \text{прочие инвестиции}. \quad (3.2)$$

Отформатировано: Шрифт: курсив

Как правило, этот поток имеет отрицательное значение.

3) Денежный поток от финансовой деятельности (Cash Flow from Financing activities, CFF) рассчитывается по формуле:

$$CFF = +(-) \text{ размещение (выкуп) собственных акций (долей)} + (-) \text{ целевые финансовые поступления (выплаты)} + \text{привлечение долгового финансирования (выпуск долговых ценных бумаг, привлечение кредитов и займов)} - \text{погашение долгового финансирования (выкуп, погашение долговых ценных бумаг, кредитов и займов)} - \text{выплата дивидендов и/или иных платежей по распределению прибыли}. \quad (3.3)$$

Отформатировано: Шрифт: курсив

CFF может иметь как положительное, так и отрицательное значение. Для расчета свободного денежного потока для всех инвесторов (Free Cash Flow to the Firm, FCFF) рекомендуется применять следующую формулу:

$$FCFF = CFO + CFI + I \cdot (1 - t) \quad (3.4)$$

Отформатировано: Шрифт: курсив

где t – ставка налога на прибыль;

Отформатировано: английский (США)

I – чистые процентные/лизинговые платежи (проценты/лизинговые платежи, уплаченные за период, за вычетом процентов/ лизинговых платежей, полученных за период) .

Для расчета свободного денежного потока для собственников (акционеров) (Free Cash Flow to the Equity, FCFE) рекомендуется применять одну из следующих формул:

$$FCFE = FCFF - I(1-t) + DD, \quad (3.5)$$

где: DD – чистое изменение долгового финансирования (привлечение долга за вычетом погашений долга).

$$FCFE = CFO + CFI + DD \quad (3.6)$$

Также важно определить схему заимствования и обслуживания долга, взятого под кредитование проекта. Модель должна учитывать:

- заданный уровень финансовой устойчивости (соотношение СК и долга)
- особенности проекта и требований со стороны кредитующей стороны (к валюте кредита, к приобретаемым активам и пр.)

Стоит отметить важность определения доходности проекта для инвесторов, построение графика выплат. Учитывая, что денежные потоки при планировании проекта относятся к разным периодам, разнесенным во времени, необходимо для измерения доходов от вложений использовать инструменты дисконтирования расчетов.

К основным показателям, используемым для расчета стоимости прибыли, которая будет получена в будущем, скорректированной с учетом изменений валютного курса на этот момент, относят: чистую текущую стоимость (NPV) денежного потока и внутреннюю ставку доходности (IRR). Чистая текущая стоимость (NPV) NPV — это текущая стоимость суммы, причитающейся к выплате в будущем, с учетом ставки дисконтирования. Формула для расчета NPV следующая:

$$\frac{C}{(1+i)^n} \quad (3.7)$$

где C — это сумма будущего денежного потока, i — проценты или ставка дисконтирования, n — номер периода. (Ставка дисконтирования может быть годовой или, к примеру, полугодовой.) NPV денежного потока определяет текущую стоимость для будущих денежных средств.

Она рассчитывается следующим образом:

$$\sum_n \frac{C^n}{(1+i)^n} \quad (3.8)$$

Согласно данной формуле, рассчитывается сумма чистого денежного потока для каждого будущего периода (обычно при расчете для проектного финансирования это полгода); он дисконтируется к NPV с учетом ставки. Ставка дисконтирования, используемая

инвесторами для собственного капитала проектной компании, - это минимально необходимая ставка доходности, которая обычно выводится из стоимости капитала инвесторов. Если NPV, использующая эту ставку дисконтирования, является положительным числом, то инвестиции отвечают минимальным требованиям; если нет, то не стоит инвестировать.

Внутренняя ставка доходности (IRR) Внутренняя ставка доходности (IRR) отражает доходность инвестиций на протяжении периода реализации проекта (инвестиций). Это ставка дисконтирования, при которой NPV денежного потока равна 0. Недостаток использования IRR заключается в том, что этот показатель не учитывает уровень реинвестиций, а также в случае наличия положительных и отрицательных значений денежного потока может быть рассчитан неправильно. Зачастую расчет IRR применяется для проверки жизнеспособности всего проекта без учета особенностей финансовой структуры, основываясь на денежном потоке до выплаты погашений по кредиту и доходов на собственный капитал инициаторов, определенных требованиями к доходности инвестиций изначально.

В других случаях, при реализации схем проектного финансирования использование IRR ограничено, что связано с наличием преимущества финансового рычага в проекте с займом для улучшения доходности собственного капитала. При этом данный расчетный инструмент вполне подходит для сравнения различных вариантов финансирования для разных проектов. Согласно мнения специалистов, относительно реализации инвестиций в проект часто предпочитают использовать IRR и NPV.

Однако важно помнить о некоторых особенностях при проведении расчетов. В целом, речь идет о том, что IRR изначально переоценивает денежные потоки; удлинение периода приводит к повышению IRR при использовании высокого коэффициента реинвестирования, т.е. при допущении, что денежные средства могут быть повторно инвестированы (двойной учет дохода от инвестиций). Существуют различные способы учета таких искажений: расчет модифицированного IRR (MIRR, предполагающего более низкую ставку реинвестирования (то есть стоимость капитала инвесторов для NPV вместо ставки для IRR)); расчет периода окупаемости, с учетом максимизации данного периода.

Вместе с тем, существует проблема влияния на расчетные показатели NPV и IRR времени внесения собственных средств в проект его инициаторами. Значения NPV и IRR отображают доходность денежных инвестиций, а не доходность всех вложений, которыми рискнул инвестор. Таким образом, если проектная компания имеет значительные суммы неиспользованного собственного капитала, то показатели NPV и IRR могут ввести инвесторов в заблуждение. Поэтому данные особенности должны быть в обязательном порядке учтены при оценке финансовой модели.

С точки зрения финансирования проекта со стороны банка, важнейшим показателем остается уровень долга, который определяется на основании прогноза возможностей проекта осуществлять погашения % платежей по долговым обязательствам, а также основного долга в соответствии с утвержденным графиком. Чтобы оценить этот предел прочности, рассчитывают ставки покрытия, а именно, денежный поток для обслуживания долга может рассчитываться за три периода: исторический (DSCR), оставшийся срок кредита (LSCR) и срок всего проекта (PLCR)

Коэффициент обслуживания долга (Debt Service Coverage Ratio, DSCR) это историческая мера расчета потока денежных средств предыдущего периода, необходимого для погашения процентов и основной суммы кредита за этот период. Он способен выявить финансовые трудности только уже после события, но наблюдение этого показателя позволяет выявлять тенденции. В таблице 3.2 представлен анализ движения денежных средств, показан DSCR за три периода. DSCR равен частному от деления денежного потока, имеющегося в наличии для обслуживания долга, на сумму обслуживания долга. Как минимум коэффициент должен быть равен 1, что демонстрирует наличие у проекта достаточного дохода для оплаты долговых обязательств.

Таблица 3.2 - Коэффициенты покрытия обслуживания долга

	Период			
DSCR	0	1	2	3
Денежный поток, доступный для обслуживания долга (CF)	0	1000	1000	2000
Обслуживание долга (DS)	0	800	850	920
DSCR= CF/DS	0,00	1,25	1,18	2,17

Отформатировано: По центру

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Коэффициент покрытия обязательств на протяжении срока кредита (Loan Life Coverage Ratio, LLCR), в отличие от DSCR, является не исторической мерой, а скорее прогнозной, поскольку он позволяет оценить покрытие процентов на определенную дату на основании чистой приведенной стоимости (NPV) прогнозных денежных потоков с этой даты и до погашения кредита в сравнении с суммой кредита, остающейся непогашенной на указанную дату.

Коэффициент покрытия обязательств на протяжении срока проекта (Project Life Coverage Ratio, PLCR), как и LLCR, также является прогнозным коэффициентом. Однако он оценивает покрытие процентов на определенную дату исходя из NPV с этой даты и до

окончания проекта (а не кредита), в сравнении с суммой кредита, остающейся непогашенной на указанную дату. Этот коэффициент позволяет банку оценить, достаточно ли денежных потоков, после даты погашения кредита, для обслуживания долга при необходимости его реструктуризации.

Вместе с тем, многие финансисты обычно пользуются только коэффициентом DSCR и осуществляют мониторинг проекта по трем уровням - базовый сценарий, сценарий блокирования дивидендов и дефолт. Коэффициенты покрытия долга, чьи значения находятся между уровнем базового сценария и уровнем блокирования выплаты дивидендов, обычно не вызывают беспокойства кредиторов, хотя в этом случае они, как правило, следят за динамикой тенденции.

Как только значение коэффициента покрытия опускается ниже уровня блокирования выплаты дивидендов, на держателей долевого капитала налагается ограничение по выводу средств для выплаты дивидендов до тех пор, пока коэффициенты не поднимутся до или выше уровня базового сценария. Если значения коэффициентов продолжат падение до уровня дефолта, кредиторы могут занять более активную позицию в отношениях с руководством, пытаясь лучше понять ситуацию и исправить нисходящую тенденцию, чтобы предотвратить дефолт.

Требования к коэффициентам покрытия зависят от ряда факторов и, как правило, отражают уровень действительного или мнимого риска. Требования к коэффициентам различны для различных секторов в силу разной степени предсказуемости денежных потоков и рыночных рисков. Они также могут варьироваться в зависимости от уровня конкуренции между кредиторами, желающим участвовать в проекте. То есть, чем сильнее конкуренция за право финансирования сделки, тем в большей степени банки могут быть готовы снизить лимиты покрытия долга.

Как представлено в таблице 2.3, в мировом опыте пороговые значения данного коэффициента могут быть установлены в индивидуальном порядке в зависимости от сферы деятельности и под свои собственные требования. Важно отметить, что показатель покрытия долга на период кредитования сложно переоценить. Особенно он актуален в период первоначальной оценки, поскольку, позволяет сделать адекватные предположения о перспективах возврата кредитных средств в результате реализации проекта. Вместе с этим, в процессе реализации инвестиционного проекта показатель позволяет проводить целостный мониторинг, хотя при существенных изменениях в денежном потоке влияние коэффициента покрытия может нивелироваться. В таком случае следует ориентироваться на ставку покрытия ежегодной суммы обслуживания по основному долгу.

Таблица 3.3 - Пороговые значения коэффициента покрытия обслуживания долга

	Природные ресурсы	Платные дороги	Энергетика	Водоснабжение
DSCR min	1,25	1,25	1,25	1,20
LLCR min	1,75	1,50	1,35	1,30
PLCR min	2,00	1,80	1,50	1,40

Отформатировано: По центру

Отформатированная таблица

Отформатировано: По центру, Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

По результатам принятия итоговой структуры финансовой модели, отражающей особенности проекта и контрактов, стороны определяют итоговую структуру реализации проекта и расчет модели, которую еще называют «базовым сценарием» (base case), что предвещает подписание всей финансовой документации по проекту. Базовые предпосылки модели носят вероятностный характер. Построенная модель отражает только один из множества вариантов заданных условий.

Цели проведения анализа чувствительности:

1) выявить наиболее значимые параметры Модели (цены на продукцию, объемы реализации, себестоимость и т.д.) с точки зрения влияния их значений на срок погашения кредита, финансовую состоятельность и показатели эффективности Проекта;

2) определить предельные, критические границы выявленных значимых параметров, при достижении которых кредит может быть погашен в течение приемлемого срока, а Проект все еще эффективен, предприятие финансово состоятельно;

3) рассчитать несколько возможных сценариев развития Проекта, исходя из заданного набора исходных данных (например, реалистичный, консервативный и оптимистичный варианты), данный подход принято называть сценарным.

В реалистичном сценарии должны быть заложены наиболее вероятные сочетания исходных данных. Этот расчет рекомендуется использовать в качестве базового и на его основе оценивать возвратность кредита.

Процесс проведения анализа чувствительности условно состоит из следующих этапов:

1) определяются те показатели, относительно которых будет производиться анализ. В первую очередь анализ должен быть проведен относительно срока погашения кредита, во вторую – относительно значений коэффициента покрытия долга, в третью – относительно показателей эффективности инвестиций (NPV, IRR, DPBP и/или PI);

2) определяются несколько наиболее значимых параметров модели, изменение которых существенным образом скажется на сроке погашения кредита и значениях коэффициента покрытия долга, показателей эффективности. К числу наиболее значимых параметров модели относятся, как правило, цены на продукцию (услуги), объемы ее реализации, себестоимость продукции, объем инвестиционных затрат;

3) определяются диапазоны значений, в которых могут изменяться отобранные ранее наиболее значимые параметры модели;

4) проводятся расчеты, в результате которых оценивается изменение значений ранее отобранных показателей в зависимости от изменения того или иного значимого параметра модели.

Применительно к предприятиям малого и среднего бизнеса вопрос организации процесса финансирования является не менее важной задачей, чем при рассмотрении крупных проектов, потому что сегменты малого и среднего бизнеса представлены высококонкурентным рынком. Реализация финансирования инвестиционного проекта в данном сегменте должна быть четко определена как по времени, так и по составу участников.

В этой связи можно предложить схему организации инвестиционного финансирования для предприятий малого и среднего бизнеса с возможностью использования элементов проектного финансирования, таких как прогнозирование будущих денежных потоков проекта, привлечение дополнительных специалистов в процессе анализа, учет долговых обязательств на отдельно созданной проектной компании.

Стоит отметить, что независимо от технологии кредитования для SPV-компаний (при наличии) анализируется финансовое состояние Инициатора проекта. Основным предметом анализа в рамках проекта малого и среднего бизнеса должны являться ретроспективный отчет о движении денежных средств (далее - ОДДС) и прогноз движения денежных средств (далее - прогноз ДДС).

Изучая особенности составления предмета анализа в рамках продукта для малого и среднего бизнеса, которыми должен обладать проект, в целях упрощенного подхода можно предложить следующее:

- построение ретроспективного ОДДС требуется производить всегда на срок 12 мес.;
- прогноз ДДС строить на весь срок реализации финансирования. При этом важно понимать, что проекты в сегменте малого и среднего предпринимательства могут являться более рискованными, и поэтому необходимо вместе с оценкой эффективности проекта проводить тщательный анализ текущего бизнеса инициатора проекта.

Таким образом, поэтапно процесс рассмотрения инвестиционного проекта можно представить следующим образом:

– Заемщик предоставляет на рассмотрение в банк прогноз ДДС по проекту, составленный в стандартизованном согласно требованиям банка виде. Прогноз ДДС составляется исключительно по деятельности в рамках проекта, без учета денежных потоков действующего бизнеса инициатора, без учета расходов на обслуживание действующих и планируемого к получению кредитов.

– По результатам анализа, отчет ДДС проекта агрегируется с данными по фактической деятельности, полученными в ходе анализа финансово-хозяйственной деятельности инициатора (или предполагаемых участников проекта). При этом очень важно дополнить в каждом периоде итогового прогноза ДДС значение расходов на погашение кредита, планируемого к выдаче (основной долг и проценты, в соответствии с графиком платежей), а также следующие данные:

Доходная часть:

– значением чистой прибыли от текущей деятельности за соответствующий период

Расходная часть:

– значением расходов на обслуживание действующих обязательств: основной долг и проценты, лизинговых платежей, погашение которых будет осуществляться в период реализации проекта. Данные заполняются в соответствии с графиками платежей;

– значением расходов на выплату дивидендов;

– значением расходов по обязательствам в рамках иной инвестиционной деятельности, планируемых к оплате в период реализации проекта, а именно расходы на приобретение оборудования/иных внеоборотных активов, строительно-монтажные работы, капитальный ремонт/реконструкция объектов недвижимости и т.п. Объем обязательств подтверждается на основании финансовой отчетности и договорной базы.

С целью оптимизации влияния текущей деятельности и в целях риск-менеджмента, при расчете денежного потока от операционной деятельности доходную и расходную части, имеет смысл корректировать в соответствии со следующими правилами:

если $(D-P) > 0$, к значению $(D-P)$ применяется поправочный коэффициент 0,5

если $(D-P) < 0$, к значению $(D-P)$ применяется поправочный коэффициент 1,5

D – доходная часть;

P – расходная часть.

В итоге получается базовая модель, на основании которой можно проводить оценку всего проекта. С точки зрения классических подходов к анализу инвестиционных проектов, оценку проектов в сегментах малого и среднего бизнеса можно проводить с использованием стандартного набора коэффициентов. Однако, в отличие от крупных проектов, подход к анализу небольших проектов возможно сделать более унифицированным. С этой целью

сформируем таблицу показателей (таблица 3.4), которых будет вполне достаточно для получения выводов об уровне ~~эффективности реализации~~эффективности реализации инвестиционного проекта.

Таблица 3.4 - Матрица показателей оценки проекта

DPBP (discounted payback period)	Дисконтированный период самоокупаемости – месяц t, начиная с которого NPV становится и в дальнейшем остается положительным
NPV (net present value)	Чистый дисконтированный доход (накопленный дисконтированный эффект, прибыль) – приведенная стоимость будущих денежных потоков инвестиционного проекта: $NPV = \sum_{t=1}^{TP} \frac{Rt - Ct}{(1+d)^{ty}} \tag{3.9}$ где: tY - количество полных лет, которые пройдут на момент шага t. (tY может принимать значения 1 (с 1 по 12-й мес.), 2 (с 13 по 24-й мес.), 3 (с 25 по 36 мес.) и т.д.); Tr – срок кредитования (в рамках данной формулы); Rt - предполагаемые доходы от операционной деятельности в период t, что соответствует значению по строке «Денежный поток от операционной деятельности» в итоговом прогнозе ДДС; Ct – инвестиционные расходы и расходы от операционной деятельности за период t, с учетом затрат по процентам за кредит, что соответствует сумме значений по строкам «Операционные расходы», «Расходы на инвестиционной стадии проекта», «Выплата процентов по кредиту Банка (рассматриваемому)» в итоговом прогнозе ДДС; d - Ставка дисконтирования (дисконтирование) – используется для определения текущей стоимости будущих денег. Расчет ставки дисконтирования осуществляется на основе существующих методик.
TP(Time Project)	Горизонт планирования (срок проекта). По результатам произведенных расчетов устанавливается срок окупаемости проекта (TDPBP) равный значению DPBP, после чего на установленном

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: английский (США)

Отформатировано: английский (США)

Отформатировано: английский (США)

Отформатировано: английский (США)

Отформатировано: английский (США)

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

	сроке окупаемости производится расчет показателей эффективности. В случае соответствия показателей эффективности требованиям, горизонт планирования проекта (ТР) считается равным сроку окупаемости проекта (ТДРВР). В случае несоответствия показателей эффективности требованиям, для расчета горизонта планирования проекта (ТР) проводится увеличение срока с шагом в один месяц, начиная от значения срока окупаемости ТДРВР, до момента, когда показатели эффективности будут соответствовать требованиям. Полученный период является горизонтом планирования проекта (ТР).
BEP (breakeven point)	Точка безубыточности - рассчитывается как месяц, в котором чистый денежный поток от операционной деятельности с учетом расходов на проценты по кредиту Банка становится и в дальнейшем остается положительным.
DSCR (debt service cover ratio)	Коэффициент покрытия ссудной задолженности – определяется как отношение общей суммы денежных средств, которую можно направить на погашение задолженности (чистая прибыль), к сумме погашения основного долга и процентов по рассматриваемому кредиту. Рассчитывается в каждом месяце t, в котором производится погашение основного долга по кредиту. $DSCR = \frac{NPt}{Lt + 1Lt} \quad (3.10)$ где: NPt (net profit) – чистая прибыль от операционной деятельности (прибыль до уплаты процентов), что соответствует значению по строке «Чистый денежный поток от операционной деятельности» в итоговом прогнозе ДДС; Lt (loan) – сумма платежа по основному долгу по рассматриваемому кредиту в месяц t; ILt (interests on loan) – сумма платежа по процентам по рассматриваемому кредиту в месяц t.

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Вместе с этим набором базовых показателей, учитывая специфику сегментов малого и среднего бизнеса, предлагается производить расчет уровня риска проекта, учитывающий риск, выраженный в чувствительности IRR проекта к изменениям ключевых параметров

проекта (объем сбыта, цена реализации, себестоимость), а также риск текущего бизнеса замещика (чувствительность IRR к изменениям ключевых параметров бизнеса), по формуле:

$$\beta_p = \frac{\delta p}{\delta f} \cdot r_{p,f} \tag{3.511}$$

где δp — среднее квадратичное отклонение доходности проекта; δf — среднее квадратичное отклонение доходности предприятия; $r_{p,f}$ — коэффициент корреляции между доходностью проекта и доходностью предприятия.

Расчет уровня риска проекта основан на методике расчета бетакоэффициента для ценных бумаг, но применим для учета различных вариантов развития событий в деятельности предприятия, которые приводят к изменениям доходности, выраженной в показателе IRR (пример расчета в таблице 3.5).

Таблица 3.5 – Расчет уровня риска проекта

Показатель	Период				Корреляция $r_{P,F}$	
	0	1	2	3		
IRR проекта	50	46	16,7	30	σ_P	15,31957
IRR предприятия	10	15	25	13	σ_F	6,5
Уровень риска проекта	-1,972584					

Данный расчет позволит оценить не только параметры проекта, но и опыт команды инициаторов, который учтен в сравнительном анализе проекта и существующего бизнеса.

При выделении граничных значений показателей проекта, возможно наиболее достоверно принять решение. На основании подсчетов были определены и предложены нормированные значения (таблица 2.7).

Таблица 3.6 – Нормированные оценки инвестиционного проекта

Показатель	Значение	Уровень риска
Уровень риска проекта	$\beta_p > 1$	высокий
	$-1 < \beta_p < 1$	приемлемый
	$\beta_p < -1$	высокий

Коэффициент покрытия ссудной задолженности	DSCR>1,8	приемлемый
	DSCR<1,8	высокий
Точка безубыточности	БЕР< 9 мес	приемлемый
	БЕР>9 мес	высокий

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

При условии соответствия проекта указанным требованиям требуется присвоить ему оценку о наличии потенциала финансирования. Оценка проекта проводится с целью определения вероятности наступления в ходе его реализации неблагоприятных ситуаций, результатом которого будет являться невыполнение заемщиком своих обязательств перед банком.

Таким образом, исходя из проведенного исследования возможности развития форм и методов инвестиционного финансирования малого и среднего бизнеса, сформируем рекомендации, включающие в себя перечень действий, направленных на минимизацию рисков финансирования:

1. Определяется, в какой фазе реализации находится проект (прединвестиционная, инвестиционная, эксплуатационная), насколько активно проходит реализация проекта.
2. Рассматривается организационно-правовая форма предприятия, состав участников, их доли в уставном (акционерном) капитале, структура управления заемщика и другие организационные аспекты, влияющие на степень защищенности интересов Банка в проекте.
3. Рассматривается цикл реализации проекта, его основные этапы и составляющие.

Инвестиционная фаза проекта:

- анализируется достаточность собственных средств для реализации проекта.
- в целях снижения риска неисполнения обязательств поставщиками и подрядчиками, участвующими в реализации инвестиционной стадии проекта, обязательно анализируются заключенные и, по возможности, планируемые к заключению договора/контракты. Рекомендуется предусмотреть в указанных договорах/контрактах следующих условия: штрафные санкции, гарантии возврата аванса, гарантии должного исполнения контрактов или предусматривать оплату основных сумм по контрактам после выполнения обязательств поставщиков и подрядчиков. Дополнительно рекомендуется использовать различные формы страхования от рисков, избегать посредников;
- в целях снижения риска недостижения заложенных в прогноз ДДС объемов реализации проводится экспертный анализ рынка, обоснования конкурентоспособности предполагаемой к выпуску продукции (услуг) и будущей сбытовой стратегии заемщика. Заемщик

должен привести убедительные аргументы в пользу того, что продукция проекта будет реализована на условиях, закладываемых прогноз ДДС. Особое внимание необходимо уделять финансированию проектов, реализующих новые виды деятельности, существенно отличающиеся от действующего бизнеса Заемщика.

– проверяется наличие разрешительной документации (лицензии, допуски, разрешения и прочее), необходимой для реализации проекта. Форма и состав разрешительной документации должны соответствовать законодательству Российской Федерации, действующим стандартам, нормам и правилам. Разрешительная документация должна быть представлена в банк до начала финансирования проекта.

Эксплуатационная фаза проекта:

– в ходе анализа операционной деятельности проекта необходимо учитывать вероятность реализации следующих рисков: риска увеличения текущих затрат, невыхода на проектную мощность, нарушения ритмичности производства, остановки производства, снижения качества продукции. Указанные риски могут быть связаны с тем, что в рамках реализации проекта, используются новые технологии, или сложные технологические цепочки, существует большое количество поставщиков, с которыми не налажены отношения, либо являющихся монополистами, существует необходимость осуществлять поставки на большие расстояния, у заемщика отсутствует необходимый опыт. Данные риски должны быть проанализированы и оценены.

– проверяется наличие расходов на обслуживание и ремонт оборудования, транспортных средств и недвижимости, использующихся в рамках реализации проекта. Указанные работы должны проводиться в срок, рекомендованный технической документацией, либо в соответствии с верхней границей срока полезного использования объекта, в зависимости от амортизационной группы, к которой он относится. – в случае если проект требует формирования оборотного капитала, особое внимание необходимо уделять предпосылкам, связанным с порядком расчетов с поставщиками и покупателями/заказчиками.

По результатам комплексной оценки проекта, с учетом мер по минимизации рисков, необходимо сделать выводы о возможности реализации данного проекта и определить условия, при выполнении которых проект может быть принят к финансированию. Вместе с тем, в ходе анализа проекта, на основании приведенных выше рекомендаций, может быть принято экспертное решение об отказе в финансировании.

3.2 Риски реализации инвестиционного проекта и численные методы оценки влияния риска на экономические показатели проекта применительно к предприятиям малого и среднего бизнеса для его минимизации

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 2, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, Выравнивание шрифтов: Авто

Отформатировано: Шрифт: полужирный

В основном оценка эффективности проекта требуется для привлечения инвестирования. В полной мере профинансировать все проекты инвесторы за счет имеющихся средств не могут. Недофинансирование же проекта зачастую чревато потерей всех вложенных средств. В случае существенного количества провальных инвестиционных проектов банкротства банку или иному инвестору не избежать. Именно поэтому, например, коммерческие банки и различные фонды стремятся максимально себя обезопасить в первую очередь за счет распределения рисков между участниками реализации проекта, а также за счет страхования данного вида риска. Стоит отметить, что реализация схем проектного финансирования может снизить кредитные риски и активизировать инвестиционную деятельность банков. К сожалению, использование данной формы финансирования применительно к сегментам малого и среднего бизнеса пока мало используется, хотя данный инструментарий возможно применять с оценкой влияния риска на экономические показатели применительно к предприятиям малого и среднего бизнеса.

Оценка риска - это сущность финансирования инвестиционного проекта. Это не математический процесс, хотя финансовое моделирование используется для оценки финансового эффекта ограниченного числа сценариев. Анализ рисков основывается на:

- процессе независимого контроля, который обеспечивает достоверность всей информации;
- определении рисков, основанном на процедуре тщательной проверки деятельности всех участников контрактных отношений;
- распределении рисков (для увеличения возможностей) среди соответствующих участников проекта на основании статей проектных контрактов;
- определении размера и учете приемлемости остаточных рисков проектной компании и, следовательно, ее кредиторов.

В рамках финансовой структуры должен быть проведен тщательный анализ распределения риска между собственным капиталом и заимствованным.

В рамках финансовой структуры должен быть проведен тщательный анализ распределения риска между собственным капиталом и заимствованным. Заимодавцы не являются инвесторами, хотя зачастую инициаторы проекта любят использовать такое определение. Если бы заимодавцы выступали в роли инвесторов, то они должны были бы получать доход на собственный капитал, но они его не получают. Обычно в успешном проекте валовая

ставка доходности, по меньшей мере, в два раза больше, чем по займу, в соответствии с различием в рисках. Поскольку собственные возможности проектной компании ограничиваются низким уровнем собственного капитала, в некоторых случаях риск передается инициаторам.

Основные вопросы, рассматриваемые в процессе анализа коммерческого риска, могут быть сформулированы следующим образом.

Политические риски. Риск изменения законодательства в стране, смены вектора политической обстановки ужесточения национальной политики. В основном, участники реализации инвестиционных проектов сталкиваются с данными рисками в неявных формах, таких как регулирование миграционного режима труда, изменение пошлин и акцизов, регулирование цен, изменение в заключенных государственных контрактах и др.

Проектные риски. Данные риски основаны на экстраполяции имеющегося опыта менеджмента проекта, его достаточности, а также по вопросу актуальности технологических решений в проекте. Проектные риски регулируются посредством проверки и отбора подрядчиков, застройщиков, других участников осуществления проекта, по принципу достаточного опыта. Например, привлечение независимых технических консультантов для оценки возможности осуществления проекта, позволяет снизить данный риск для кредиторов, сделав их более прозрачными.

Риски со стороны покупателя. Под данными рисками обычно подразумевается непредсказуемая динамика спроса на продукцию, который может значительно снизиться в период реализации проекта.

Риски со стороны поставщиков. Риски заключаются в обеспечении проектной компании необходимыми ресурсами, как электричество, вода и пр. Поэтому долгосрочные соглашения с поставщиками позволяют гарантировать необходимые ресурсы для функционирования проекта, что соответственно минимизирует риски инвестиционного проекта. Отметим, что основные параметры поставок по данным соглашениям могут формулировать в зависимости от потребностей в обеспечении необходимого качества, количества, частоты поставок. При оценке соглашений с поставщиками важно обратить внимание на ряд вопросов, таких как соответствие материалов требованиям качества проекта, достаточный уровень поставок и отсутствие перебоев.

Спонсор проекта. Спонсор проекта (или инициатор), как правило, частный предприниматель без достаточного капитала для осуществления проекта. Также спонсором может выступать объединение предпринимателей, которые обладают достаточным капиталом, однако не хотят концентрировать кредитную нагрузку на балансе текущего бизнеса. В целом,

риск спонсора заключается в управленческом опыте предпринимателей, смогут ли они привести проект к успеху.

Подрядчики. Риск строительных задержек и увеличения бюджета на строительномонтажные работы. Причины возникновения таких рисков проекта могут быть объективными (например, изменение таможенного законодательства) и субъективными (например, недостаточная проработка и несогласованность работ по реализации проекта). Риск несоблюдения графика проекта приводит к увеличению срока его окупаемости как напрямую, так и за счет недополученной выручки. Снижение данных рисков для кредитора заключается в тщательном анализе подрядчика. При этом завершённый проект должен удовлетворять техническим требованиям, которые были обозначены до начала строительства и должны быть проверены независимыми инженерами. Вместе с этим, обычно договор «под ключ» предусматривает штрафные санкции по отношению к подрядчику за невыполнение или некачественное выполнения своих обязательств.

Операционные риски. К операционным рискам, как правило, относят риск эффективного использования активов проекта, посредством участия компании (оператор), которая сопровождает проект в части его операционной деятельности, поддерживает рабочее состояние и качество основных активов проекта. Как инструмент аллокации риска на компанию оператора, используются различные стимулирующие меры для организации бесперебойного и эффективного использования активов в течении жизненного цикла проекта.

Продуктовые риски. Риски качества производимой продукции, безошибочного использования технологических решений, проектирования и пр. При этом речь идет не столько о чрезвычайных ситуациях, а долговременной конструктивной ошибки, вследствие которой велик риск не достижения поставленных целей. Несомненно, независимый контроль и оценка риска - необходимы и используются не только в проектном финансировании. ~~Любое финансирование~~ Любое финансирование связано с риском. Но процесс распределения рисков на основании статей контрактов и привлечение финансирования - это характерные черты, свойственные форме проектного финансирования.

Тщательная идентификация рисков позволяет всем сторонам определить, есть ли необходимость в принятии мер по снижению риска, и как это нужно сделать. Снижение рисков представляет собой действие, которое предпринимается для уменьшения вероятности материализации рисков и уменьшения последствий материализации риска. Предпринимаемые действия могут изменяться в зависимости от риска и от того, какая сторона подвергается риску.

Конкурентные риски. Фактически отраслевые риски, связанные с преодолением конкурентных барьеров на рынке. Основным направлением устранения риска являются авторские права, эксклюзивные соглашения и иные ресурсы, позволяющие непосредственно укрепить конкурентные преимущества проектной компании.

Риски финансирования. Предполагает недостаток или отсутствие достаточного капитала для успешной реализации проекта. Риск может проявляться в проблеме определения долевого участия или необходимости рефинансирования, когда продолжительность первоначального финансирования не соответствует продолжительности проекта. Как правило, снижение риска достигается привлечением финансовых экспертов, способных привлечь новые источники финансирования в проект.

Валютные риски. Существует два типа валютных рисков, стоящих перед проектной компанией. Первый риск заключается в колебаниях валютного курса, второй риск – валютный контроль, т. е. местное правительство, ограничивает доступ проекта к иностранной валюте или ограничивает возможность принимать платежи в иностранной валюте.

Риск процентной ставки. Колебания процентных ставок представляют существенный риск для инвестиционного кредитования, и особенно в случае реализации инструментов проектного финансирования в силу высокой доли заемных средств в капитале. Организация долгосрочного финансирования по фиксированным ставкам существенно снижает риски, присущие плавающим ставкам. Кроме того, можно использовать так называемые процентные свопы для хеджирования колебаний процентных ставок.

Рассмотрим численные методы оценки влияния риска на экономические показатели проекта.

Динамику объемов кредитования и ее взаимосвязь с другими показателями развития экономики можно исследовать при помощи различных статистических методов. В последнее время для этого все чаще стал применяться метод векторной авторегрессии. В этой связи, с целью выявления факторов, влияющих на объемы кредитования в рассматриваемых сегментах бизнеса, используется структурный подход и инструментарий экономической теории для моделирования и анализа временных рядов посредством построения модели векторной авторегрессии.

Определение граничных точек. Заключается в определении минимального уровня основных параметров проекта, при достижении которых проект уже не становится убыточным для инвестора. Часто в качестве критерия используется срок погашения кредита при коэффициенте покрытия долга равном единице (предельный). Наиболее часто используемые параметры проекта: объём производства, уровень цен реализации, уровень текущих

затрат, уровень инвестиционных затрат. Полученные с помощью данного метода минимальные значения сопоставляются с оценками вероятности их достижения. На основании сопоставления делаются выводы.

Анализ чувствительности заключается в определении зависимости важнейших экономических показателей проекта и характеристик обслуживания долга от изменения основных параметров проекта, варьируемых в определённых пределах. Выбор этих пределов осуществляется экспертным путём исходя из оценки вероятности возможного изменения параметров проекта. Использование метода сходно с методом граничных точек.

Сценарный анализ. Заключается в построении сценариев развития событий (график ввода объектов в строй, график выхода на проектную мощность, темпы изменения курса доллара и пр.) и расчёта основных показателей проекта по каждому сценарию. Выводы делаются исходя из сопоставления полученных результатов расчёта с оценкой вероятности осуществления сценария.

С целью управления рисками проекта можно применять различные методы.

Управление портфелем. С целью управления рисками банки принимают инвестиционные мандаты и устанавливают критерии, определяющие, сколько инвестировать в тот или иной инструмент. В таких мандатах определяются типы проектов, кредитные лимиты, а также секторы экономики, в которые банки готовы инвестировать. Кроме того, международные финансовые институты устанавливают лимиты инвестирования в отдельные страны; чем менее устойчиво экономическое положение страны, тем ниже лимиты. Банки также заключают соглашения о синдикации с целью распределения рисков за счет привлечения других опытных финансовых учреждений.

Гарантии. Гарантии иногда необходимы в зависимости от характера проекта, а также учитывая тот факт, что экономические выгоды от некоторых проектов превышают финансовые выгоды и не могут быть оценены с финансовой точки зрения. Таким образом, банки могут потребовать гарантий инициаторов проекта для обеспечения обязательств по обслуживанию долга до официальной сдачи проекта в эксплуатацию или на весь период обслуживания долга (в зависимости от результатов оценки риска). Инвесторы могут также потребовать государственных гарантий на случай возникновения рыночного или коммерческого риска, если есть сомнения по поводу финансовой жизнеспособности проектов. Кроме того, четкие и недвусмысленные заявления государственной поддержки для данного типа инвестиций очень полезны, особенно если они связаны с той или иной формой гарантии. Это также обеспечивает повышение уровня комфорта для потенциальных инвесторов и кредиторов, поскольку такие действия подтверждают совместимость проекта с национальными программами.

Финансовые счета. Многие проекты требуют открытия депозитного счета, которым управляет третье лицо и на который поступают все доходы от проекта и с которого, прежде всего, осуществляются выплаты держателям облигаций. Кредиторы также требуют открытия резервного счета долга, на котором поддерживается денежный остаток для покрытия требований по обслуживанию долга, обычно на шесть месяцев. Такие механизмы, чтобы минимизировать краткосрочные колебания валютных курсов могут деноминироваться в выбранной валюте.

Рассматривая возможность применения новых инструментов в реализации инвестиционных проектов, в частности элементов проектного финансирования в сегментах малого и среднего бизнеса, имеет смысл объединить управление риском в упрощенном для ориентации виде. Для этой цели предлагаем использовать «матрицу рисков» (таблица 3.7).

Таблица 3.7 – Матрица рисков [2, 112]

Категория риска	Описание	Последствия	Меры по снижению	Предпочтительное распределение рисков
Риск процентных ставок до завершения проекта	Риск неблагоприятного изменения процентных ставок до завершения проекта	Увеличение затрат на выполнение проекта	Возможно хеджирование процентной ставки	Финансовые учреждения
Риск собственников - инициаторов проекта	Риск недостаточности опыта собственников, их неплатежеспособности, риск ошибочного выбора технологии (проект не приведет к желаемому результату)	Банкротство / потеря инвестиций	Необходимо обеспечить финансовое отделение проекта от внешних финансовых обязательств, обеспечить достаточность финансовых средств по кредитному соглашению	Финансовые учреждения, гарантии, государственные льготы/субсидии

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатированная таблица

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

	мым результа-там) для оказа-ния услуг (това-ров), риск оши-бочной оценки финансовых за-трат для реали-зации проекта		шению или под-крепление обяза-тельств инициато-ров гарантиями	
Недостаток финансирования	Риск недоступ-ности кредит-ных средств / акционерного капитала в про-цессе реализа-ции проекта, за-крытие лими-тов финансиро-вания.	Отсутствие средств для продолжения реализации проекта	Обязательное тре-бование, чтобы все договоренно-сти содержали полностью задо-кументированные финансовые обя-зательства с мини-мальными и легко выполнимыми условиями	Сторонние участники (по-ставщики, под-рядчики и др.)
Государствен-ные измене-ния	Риск того, что, из-за измене-ния законода-тельства, нало-гообложения, политики или в силу другого события, пона-добится приня-тие срочных мер, в том числе по: до-полнительному финансирова-нию изменение	Отсутствие финансирования, сниже-ние доходно-сти, убыточ-ность, банк-ротство	Учет собственни-ками бизнеса воз-можных измене-ний в бизнес-плане проекта, проработка полу-чение государ-ственных субси-дий.	Равное распреде-ление между банком и иници-аторами - соб-ственниками

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

	рыночных ориентиров переоборудование и др			
Изменение собственности	Потеря контроля над проектом со стороны собственников, конфликты инициаторов, что может привести к ухудшению финансового положения как инициаторов, так и проекта.	Риск корпоративных конфликтов, потеря контроля процесса реализации проекта, риск честности и другие нефинансовые риски.	Внесение в кредитно-обеспечительную документацию пунктов, предусматривающих обязанность предоставления в Банк информации о всех изменениях собственности (бизнеса).	Инициаторы - Собственники, посредством кредитных ковенант

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Отформатировано: Отступ: Первая строка: 0 см

Поскольку, для принятия решения о коммерческой эффективности проекта требуются методы расчета доходности и риска инвестиционных проектов с учетом рыночной неопределенности рассмотрим их в следующей части работы.

3.3 Модификация методов расчета доходности и риска инвестиционных проектов с учетом рыночной неопределенности.

В инвестиционном анализе на современном этапе существует большое количество подходов и методов анализа доходности и риска реализации инвестиционных проектов. Итоговой целью различных исследований является поиск наиболее эффективных способов снижения неопределенности рынка, которая оказывает решающее влияние на оценку и процесс принятия управленческих решений и, фактически, на перспективы успешной реализации инвестиционного проекта. В развитых и развивающихся экономиках, которым присуще

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 2, По левому краю, Отступ: Слева: 1,25 см, Первая строка: 0 см, Выравнивание шрифтов: Авто

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт, полужирный

Отформатировано: Шрифт: полужирный

наличие функционирующего фондового рынка, условия рыночной неопределенности возможно исследовать на основе методологии гипотезы эффективности рынка ценных бумаг и влияния их на всех хозяйствующих субъектов экономики.

Гипотеза эффективности рынка является одной из современных экономико-теоретических концепций, которая позволяет объяснить эффективность оценки инвестиций через цены финансовых активов. Широкое развитие гипотеза получила в работах Е.Фарма. Он предположил, что на активном фондовом рынке, который включает в себя множество рациональных, хорошо информированных и анализирующих ситуацию инвесторов, цены ценных бумаг будут отражать всю имеющуюся информацию о состоянии рынка.

Следовательно, тщательный анализ информации не позволит участнику торгов получить прибыль выше средней по рынку. Е. Фарма первый осуществил формализацию основных положений ЕМН и предложил следующую классификацию финансовых рынков в соответствии с данной гипотезой. [27, 122]

1. Сильная содержащаяся в прежних ценах на ценные бумаги, является полностью отраженной в текущих ценах. Поэтому инвестор не может получить сверхприбыль, принимая решения о покупке или продаже ценных бумаг на основе анализа динамики курсов ценных бумаг за прошедший период.

2. Полусильная (semistrong form) форма предполагает, что вся общедоступная информация полностью отражена в текущих ценах ценных бумаг. В связи с этим, использование общедоступной информации для принятия инвестиционных решений не может дать возможности получения сверхприбыли.

3. Сильная форма ЕМН (strong form) заключается в том, что вся информация: и общедоступная и частная отражается в ценах ценных бумаг.

Инвесторы, использующие различного вида информацию для торговли ценными бумагами, не имеют возможности получить сверхприбыль. В дальнейшем многие исследователи вносили свои уточнения в понятие «эффективный рынок». Например, У. Шарп пишет, что «это такой рынок, на котором цена на каждую ценную бумагу всегда равна ее инвестиционной стоимости» [27, 122]. Под инвестиционной стоимостью (investment value) при этом понимается стоимость ценной бумаги на данный момент времени с учетом перспективной оценки уровня спроса на нее и доходов от неё в будущем, которые спрогнозированы хорошо информированными и способными аналитиками. В этой связи, рынок будет являться эффективным в части той или иной информации в том случае, если используя данную информацию нет возможности принять соответствующее решение и получить сверхдоходность.

Как результат, можно сделать вывод, что на таком рынке цена бумаги соответствует ее инвестиционной стоимости, что сводит все попытки поиска ценных бумаг с «неверными» ценами к бесполезности. Таким образом, отличительной чертой эффективного фондового рынка является то, что в ценах финансовых инструментов моментально отражается вся поступающая новая информация, причем под новой понимается информация, которая стала неожиданной для участников рынка. Исходя из данного [27, 127] предположения, очевидно, что динамика движения цен активов на эффективном рынке будет значительно дифференцированной. В частности, если инвестор предполагает удорожание цены той или иной ценной бумаги на величину, отражающую приемлемую доходность, то динамика (увеличение) цены в ожидаемом направлении на таком рынке становится непрогнозируемой.

Наиболее часто для выявления слабой формы эффективности рынка применяют регрессионные уравнения следующего вида:

$$P_t - P_{t-1} = a + b(P_{t-1-T} - P_{t-2-T}) + e_t \quad (3.412)$$

где P_t , P_{t-1-T} , P_{t-2-T} - цены для периодов t , $t-1-T$, $t-2-T$ соответственно.

Если уравнение регрессии оказывается статистически незначимым по t -статистике Стьюдента для коэффициента b и по коэффициенту детерминации для всего уравнения, то делается вывод об эффективности фондового рынка, т.е. цены на активы в каждый последующий период времени не зависят от цен в предыдущий момент времени, а их изменения происходят мгновенно после поступления новой информации на финансовый рынок. Для тестирования рынка ценных бумаг на наличие информационной эффективности обычно выбирают динамику фондовых индексов.

Для данного теста и всех последующих вычислений это будет динамика ежедневных значений индекса ММВБ за определенный период времени, начиная с выделенного интервала.

Вместе с этим, аналогичный анализ можно использовать применительно к данным ссудного рынка. В качестве анализируемого временного ряда при тестировании эффективности ссудного рынка можно использовать динамику ежемесячных значений банковских процентных ставок по выдаваемым предприятиям нефинансового сектора экономики кредитам на срок свыше трех лет.

Вторым по популярности методом тестирования рынка на слабую форму эффективности является тест корреляции серий или критерий серий (Run Test), относящийся к непараметрической статистике. Этот метод основан на анализе взаимного расположения положительных приращений фондового индекса и отрицательных приращений. В результате

Отформатировано: Шрифт: курсив

Отформатировано: английский (США)

Отформатировано: русский

возникает некоторая последовательность плюсов и минусов. Если она обладает статистической устойчивостью, то можно получить сверхприбыль за счет покупки и продажи активов в соответствующие моменты времени.

Тестируется нулевая гипотеза: последовательность положительных и отрицательных ежедневных приращений фондового индекса случайна. Для этого необходимо рассчитать значение переменной z по формуле:

$$Z = \frac{\frac{(2n_1n_2)+1}{(n_1+n_2)}}{\sqrt{\frac{(2n_1n_2)2(2n_1n_2)2(n_1+n_2-1)}{(n_1+n_2)2(n_1+n_2-1)}}} \quad (3.213)$$

где

n_1 - количество положительных приращений индекса,

n_2 - количество отрицательных приращений,

R - количество серий или групп приращений с одинаковыми знаками. Нулевая гипотеза на уровне значимости принимается, если рассчитанное значение переменной z попадает в интервал.

Для проверки слабой формы эффективности финансового рынка исследователи [2, 61-66] часто применяют тесты на наличие случайного характера приращения исследуемой величины, т.е. проверяется наличие в тестируемом ряду случайного блуждания уровней :

$$P_t = P_t + \mu t \quad (3.14)$$

где

P_t значение уровня в момент времени $P-t$, - значение уровня в предыдущий момент времени, μt – приращение уровня в момент времени t .

Таким образом, проведение таких расчетов позволит определить возможность вложения с целью дальнейшей его окупаемости в условиях определенного рынка.

Для анализа динамики долгосрочного кредитования инвестиционного проекта (на срок свыше 1 года) и влияния на него различных параметров могут быть выбраны наиболее важные макроэкономические переменные, способные оказать значимое воздействие на объемы исследуемой переменной:

Динамика валютного курса Рубль/Долл. США (**RD**);

Динамика валютного курса Рубль/Евро (**RE**);

Денежная масса (**M2**);

Индексы промышленного производства(**IP**);

Средневзвешенные процентные ставки по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям на срок свыше 1 года (**i**);

Отформатировано: Шрифт: курсив

Индексы изменения условий банковского кредитования (УБК) и спроса на кредиты по итогам ежеквартального обследования крупнейших российских банков (п.п.) (**УБК**);

Инвестиции в основной капитал (**PI**).

Исходные данные для анализа представлены в таблице (Приложение А).

Выбранный период времени для анализа – с января 2017 г. по октябрь 2019 г. определен фактором начала формирования отдельных статистических показателей Банком России и Росстатом. Расчеты произведены при помощи метода векторной авторегрессии (VAR), реализованного в компьютерной программе Eviews-8.0.

В рамках исследования было составлено авторегрессионное уравнение, описывающее влияние отобранных факторов лагированных на один, два, три, четыре и пять временных интервалов (месяц).

Полученные данные свидетельствуют о том, что на объемы кредитования малого и среднего бизнеса влияют несколько факторов. Вместе с тем, следует отметить наличие факторов цикличности данного влияния с учетом временного лага.

Проведенный статистический анализ дал следующие результаты:

- положительно коррелированные с объемом кредитования являются показатели промышленного производства. Отрицательно коррелирована динамика валютного курса доллара США;

В рамках исследования было составлено авторегрессионное уравнение, описывающее влияние отобранных факторов лагированных на один, два, три, четыре и пять временных интервалов (месяц).

Полученные данные свидетельствуют о том, что на объемы кредитования малого и среднего бизнеса влияют несколько факторов. Вместе с тем, следует отметить наличие факторов цикличности данного влияния с учетом временного лага.

Проведенный статистический анализ дал следующие результаты:

- положительно коррелированные с объемом кредитования являются показатели промышленного производства. Отрицательно коррелирована динамика валютного курса доллара США;

- в динамике объемов кредитования субъектов малого и среднего бизнеса прослеживается цикличность в течение года. Периодичность циклов составляет 4-5 месяцев, что соответствует сезонным тенденциям деловой активности экономики. Лагированные данные (предшествующих периодов) оказывают разносторонне-направленное влияние;

- рост валютного курса доллара США относительно российского рубля явно способствует снижению объемов кредитования с задержкой на 2 – 5 месяцев. Можно предположить, что в период повышения данного валютного курса, как показывает статистика, организации стремятся в моменте восполнить необходимость финансовых средств на будущие периоды, предполагая дальнейшее удорожание кредитных средств, что впоследствии отражается на цикличной динамике кредитования и на её последующем спаде с учетом временного лага;

- рост промышленного производства оказывает существенное положительное влияние на выдачу кредитов в банковском секторе, что проявляется с минимальной задержкой в 1 и 3 месяца;

- динамика условий банковского кредитования (УБК) является опережающим индикатором динамики кредитования. Данная динамика в целом подтверждает существующие тезисы о цикличности, свидетельствующие о высокой чувствительности исследуемой переменной к УБК в период спада и о более низкой в периоды роста [2, 66].

- между инвестициями в основной капитал и объемами кредитования бизнеса получены результаты как с положительной, так и с отрицательной корреляцией. Так, рассматривая динамику инвестиций в основной капитал с задержкой 3-5 месяцев, можем видеть, что сначала рост инвестиций благоприятно сказывается на динамике кредитования, а в затем происходит его обратное влияние. Можно предположить, что данный факт обусловлен циклами деловой активности и сезонности в реализации инвестиционных проектов

Наиболее весомым фактором при принятии решения о финансировании проекта является жизнеспособность его экономической модели.

Стоит отметить практическую значимость полученных результатов, которая заключается в том, что, рассматривая те или иные перспективные на первый взгляд инвестиционные проекты по кредитованию бизнеса, необходимо иметь представление о наличии благоприятного или негативного в данный момент времени внешнего влияния макроэкономических переменных и денежно-кредитной политики на объёмы финансирования инвестиций. В особенности, сезонность, присущая отдельным сегментам рынка, оказывает первостепенное влияние на принятие решений в бизнесе, принятие оптимальных управленческих решений возможно с оглядкой на результаты проведенного исследования. Учитывая выявленные циклы изменения объемов банковского кредитования, а также динамики промышленного производства и валютных курсов, возможно качественное планирование периодов получения банковского финансирования, использование продуктов, позволяющих устанавливать необходимые кредитные лимиты в сроки, отвечающие эффективной реализации экономической политики предприятия инвестора.

Предложенное усовершенствование методики оценки будет приводить к более справедливым результатам вычисления как для банка, так и для его клиента, что позволит принимать наиболее эффективные и своевременные решения относительно реализации инвестиционного проекта в сегментах малого и среднего бизнеса.

Отформатировано: Заголовок 1, По центру, Отступ:
Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный,
Выравнивание шрифтов: Авто

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В процессе исследования получены следующие результаты, характеризующие научную новизну:

- на основе всестороннего изучения содержания предпринимательской деятельности дано авторское определение понятий «предпринимательский проект МСП»;
- по результатам исследования методик эффективности предпринимательского проекта МСП на современном этапе определены основные критерии и разные показатели его эффективности;
- проведен анализ проблем коммерческой оценки эффективности инвестиционных проектов малого и среднего бизнеса;
- предложены и аргументированы конкретные рекомендации по совершенствованию системы оценки эффективности инновационных проектов МСП.

Практическая значимость диссертации заключается в том, что ряд предложений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, могут быть использованы при разработке положений федерального и регионального законодательства по вопросам экспертизы оценки эффективности предпринимательских проектов инновационного МСП.

На основании анализа различных определений предложено следующая формулировка: предпринимательский проект представляет собой инновационный проект, разрабатываемый и реализуемый в процессе предпринимательской деятельности за собственные средства предпринимателя, направленный на достижение поставленных предпринимателем целей. Содержание этого проекта представляет систему сформулированных в его рамках целей, комплекс организационно-технической и нормативной документации, совокупность всех используемых ресурсов для реализации и создания инновационных продуктов, работ, услуг, а также совокупность организационно-управленческих мероприятий по их выполнению.

В настоящее время выделяют ряд показателей, наиболее часто используемых для оценки эффективности предпринимательских проектов. В частности, это показатели, отнесенные к трем группам по критерию масштабности проекта. Эти показатели являются необходимыми и достаточными для оценки эффективности проекта конкретного масштаба.

Всю совокупность статистических методов оценки эффективности инвестиций можно условно разделить на две группы:

- методы абсолютной эффективности;
- методы сравнительной эффективности вариантов капитальных вложений.

Отформатировано: Шрифт: Times New Roman, 14 пт,
Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Шрифт: 14 пт, Цвет шрифта: Авто

К первой группе относятся метод, основанный на расчете сроков окупаемости предпринимательского проекта, и метод, основанный на определении нормы прибыли на капитал.

Ко второй группе - методам сравнительной оценки эффективности предпринимательского проекта - относятся:

- метод накопленного сальдо денежного потока (накопленного эффекта) за расчетный период;

- метод сравнительной эффективности - метод приведенных затрат;

- метод сравнения прибыли.

Основные проблемы оценки эффективности инвестиционных проектов связаны с проблемами точности в условиях неопределенности текущей ситуации и определении рисков реализации проектов. Выполнение оценки степени риска необходимо выполнять во всех случаях, когда есть основания сомневаться в точности подготовленных исходных данных. В первую очередь это должно относиться к проектам, осуществление которых предполагается в условиях общей нестабильности.

Для унификации методов оценки инвестиционных проектов можно предложить схему организации инвестиционного финансирования для предприятий малого и среднего бизнеса с возможностью использования элементов проектного финансирования, таких как прогнозирование будущих денежных потоков проекта, привлечение дополнительных специалистов в процессе анализа, учет долговых обязательств на отдельно созданной проектной компании на основе анализа финансового состояния Инициатора проекта и построении финансовой модели.

Построение финансовой модели базируется на данных, сформированных за период с момента первых расходов при строительстве и до самого окончания жизни проекта, его функционирования. Период должен охватывать данные с момента подписания финансовой документации с учетом расходов, совершенных за прошлые периоды, необходимые для учета проекта и его анализа. Время функционирования проекта определяется на основе нескольких принципов: либо сроком действия проектного соглашения, т.е. заранее установленного периода взаимодействия участников реализации инвестиционного проекта; либо ожидаемым периодом экономического срока эксплуатации проекта, если соглашение не заключалось. К концу срока функционирования проекта остаточная стоимость всего акционерного капитала инициаторов обычно принимается равной нулю. По итогам формирования модели проекта можно сделать необходимые выводы и произвести расчеты:

- краткое изложение расходов по проекту и источники их финансирования;
- суммарный денежный поток;

- коэффициенты покрытия кредиторов;
- доходность инвесторов.

В процессе совершенствования методов оценки эффективности инвестиционного проекта предложена для использования матрица рисков, поскольку уровень распространения проектного финансирования напрямую зависит от рисков вложения капиталов. В этой связи, вопрос управления риском является ключевым и обязательным при рассмотрении любого проекта, и особенно при финансировании небольших проектов. Также предложена методика хеджирования рисков инвестиционного проекта на основе реализации схемы реальных опционов.

Список использованных источников и литературы

1. Абрютина М. С. Экономический анализ деятельности / М. С. Абрютина – М: Издательство «Дело», 2018. – 512 с.
2. Агафонов А.А. Развитие финансирования инвестиционных проектов в сегментах малого и среднего бизнеса – Ростов-на-Дону, 2018.
3. Алимжанова А.С. Методы и модели оценки эффективности деятельности предприятия / А.С. Алимжанова // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. 2018. № 5-4. С. 47-49.
4. Алклычев, А.М. Малых и средний бизнес в строительстве: есть ли перспективы? / А.М. Алклычев // Эко. – 2019. – №4. – С. 23-28.
5. Алклычев, А.М. Малых и средний бизнес в строительстве: есть ли перспективы? / А.М. Алклычев // Эко. – 2019. – №4. – С. 23-28.
6. Блаженкова Н. М., Хисаева А. И., Закирова А. Э. Инструментарий повышения эффективности взаимодействия властных и предпринимательских структур при реализации инвестиционных бизнес-проектов // Наука, образование, экономика, 2019, № 2
7. Блаженкова Н. М., Хисаева А. И., Закирова А. Э. Инструментарий повышения эффективности взаимодействия властных и предпринимательских структур при реализации инвестиционных бизнес-проектов // Наука, образование, экономика, 2019, № 2
8. Богатин Ю. В., Швандар В. А Оценка эффективности бизнеса и инвестиций: учеб. пособие для вузов. М.: Финансы, ЮНИТИ-ДАНА. 2017. 254 с.
9. Богатин Ю. В., Швандар В. А Оценка эффективности бизнеса и инвестиций: учеб. пособие для вузов. М.: Финансы, ЮНИТИ-ДАНА. 2017. 254 с.
10. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций, 4-е издание: пер. с англ / З. Боди, А. Кейн, А. Маркус. – М.: Издательский дом «Вильямс». – 2017 - С. 411.
11. Боргардт Е.А. Современные подходы к классификации резервов повышения эффективности деятельности предприятия / Е.А. Боргардт // Азимут научных исследований: экономика и управление. 2019. Т. 6. № 1 (18). С. 130-134.
12. Вартанов А. С. Экономическая диагностика деятельности предприятия: организация и методология / А. С. Вартанов. – М.: Финансы и статистика, 2018. – 326 с.
13. Великая Е. Г. Оценочный подход к эффективности предпринимательского кластера // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2018, № 1

Отформатировано: Шрифт: Times New Roman, 14 пт, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Заголовок 1, По центру, Отступ: Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный, Выравнивание шрифтов: Авто

Отформатировано: Шрифт: 14 пт, Цвет шрифта: Авто

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: По левому краю, Отступ: Первая строка: 0 см, интервал после: 10 пт

14. Великая Е. Г. Оценочный подход к эффективности предпринимательского кластера // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2018, № 1
15. Виленский, П.Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. — 4-е изд. — М.: Дело, 2017. 248 с.
16. Гершман, М.А. Инновационный менеджмент. — М.: Маркет ДС, 2018.- 200 с.
17. Главатских, А.А. Преимущества и недостатки методов оценки эффективности инвестиционных проектов / А.А. Главатских // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. - 2016. - № 1. - С. 111-118.
18. Гуркина С.М. Использование ключевых показателей эффективности деятельности предприятий / С.М. Гуркина // Вестник науки и образования. 2019. № 1 (25). С. 45-47.
19. Гусева, Т.А. Государственная поддержка: реальность и перспективы развития малого и среднего предпринимательства / Т.А. Гусева // Право и экономика. – 2019. - №1 – С. 15-21.
20. Гусева, Т.А. Государственная поддержка: реальность и перспективы развития малого и среднего предпринимательства / Т.А. Гусева // Право и экономика. – 2019. - №1 – С. 15-21.
21. Дронин Б.Н. Методология анализа показателей эффективности деятельности коммерческих организаций / Б.Н. Дронин // Современные тенденции развития науки и технологий. 2018. № 4-12 (21). С. 196-197.
22. Жердева О.Ю. Влияние рисков на эффективность управления производственной деятельностью / О.Ю. Жердева // Синергия Наук. 2019. № 15. С. 169-175
23. Зайончик Л.Л. Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / Л.Л. Зайончик. – Красноярск: Издательский центр СФУ, 2018. – 148 с.
24. Зайончик Л.Л. Повышение экономической эффективности деятельности предприятия на основе анализа хозяйственной деятельности / Л.Л. Зайончик // Научно-аналитический экономический журнал. 2020. № 3 (17). С. 2.
25. Захарова Е.А. Оценка результативности деятельности предприятия / Е.А. Захарова // Международный студенческий научный вестник. 2019. № 5. С. 71.
26. Зубова Е.В. Феномен эффективности деятельности российских предприятий / Е.В. Зубова // Современные тенденции развития и перспективы внедрения инновационных технологий в машиностроении, образовании и экономике. 2019. Т. 3. № 1 (2). С. 173-175.
27. Инновационный менеджмент : учебник / под ред. проф. В.А. Швандара, проф. В.Я. Горфинкеля. - М.: Вузовский учебник, 2016.

- 28.Исаенко Н.Н. Методические основы оценки эффективности деятельности предприятия / Н.Н. Исаенко // Инновационная экономика и общество. 2019. № 3 (17). С. 2-6.
- 29.Ишкинина Г.Ш. Оценка эффективности сбытовой деятельности предприятия / Г.Ш. Ишкинина // Вестник научных конференций. 2019. № 2-1 (18). С. 61-63.
30. Йескомб, Э. Р. Принципы проектного финансирования. — М.: Вершина, 2017. — С. 345.
- 31.Казакова М.Ю. Управление экономической эффективностью деятельности предприятия / М.Ю. Казакова // Проблемы науки. 2018. № 2 (26). С. 38-41.
- 32.Калиева О. М. Факторы, влияющие на экономическую эффективность деятельности предприятия / О.М. Калиева // Инновационная экономика: материалы междунар. науч. конф. (г. Казань, октябрь 2019 г.). - Казань: Бук, 2019. - С. 93-96.
- 33.Коган А. Б. Теоретические аспекты эффективности экономических систем / А. Б. Коган, Н. П. Болдырева // Вестник Оренбургского государственного университета. 2019. —№ S8. — С. 45 – 55.
- 34.Колпакова Т.С. Роль экономического анализа в повышении эффективности деятельности предприятия / Т.С. Колпакова, А.Д. Прохоренко // Вестник научных конференций. 2018. № 2-1 (18). С. 81-82.
35. Коммерческая оценка инвестиционных проектов по методике компании Альт <http://altrc.ru/library/9/kommercheskaya-otsenka-investitsionnykh-proektov/>
- 36.Корзун Л.Н. Применение методов управленческого анализа в оценке эффективности деятельности предприятия на основе форм отчетности / Л.Н. Корзун // Политика, экономика и инновации. 2020. № 1 (11). С. 14.
- 37.Коршунова Д.А. Проблема оценки эффективности деятельности предприятия / Д.А. Коршунова // Nauka-Rastudent.ru. 2019. № 1. С. 8.
- 38.Лычковская М.Д. Оценка эффективности деятельности предприятий и разработка мероприятий по ее улучшению / М.Д. Лычковская // Научно-практические исследования. 2020. № 4. С. 69-72.
- 39.Манасков А.В. Проблема оценки эффективности диверсификации деятельности предприятия / А.В. Манасков // Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. 2019. № 4 (22). С. 131-135.
- 40.Марамзина М.С. Оценка эффективности деятельности малого предприятия / М.С. Марамзина // Современные тенденции развития науки и технологий. 2020. № 3-11 (24). С. 110-112.
- 41.Медынский, В.Г. Оценка предпринимательских проектов: / В.Г. Медынский. - М. : ИН-ФРА-М., 2018.

Код поля изменен

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

- 42.Медынский, В.Г. Оценка предпринимательских проектов: / В.Г. Медынский. - М. : ИН-ФРА-М., 2018.
- 43.Методы оценки экономической эффективности инвестиционного проекта [Электрон-ный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.studfiles.ru/preview/5657708/page:3/> (дата об-ращения 22.05.2020).
- 44.Методы оценки экономической эффективности инвестиционного проекта [Электрон-ный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.studfiles.ru/preview/5657708/page:3/> (дата об-ращения 22.05.2019).
- 45.Мишурова И. В. Развитие предпринимательских способностей на основе изучения специфики феномена предпринимательства // Вестник Академии знаний, 2019, № 5
- 46.Мишурова И. В. Развитие предпринимательских способностей на основе изучения спе-цифики феномена предпринимательства // Вестник Академии знаний, 2019, № 5
- 47.Наконечная Т.В. Направления повышения эффективности деятельности автосервисных предприятий / Т.В. Наконечная // Символ науки. 2019. Т. 1. № 3. С. 102-105.
- 48.Нарежнева О. В. Методологические основы анализа и оценки эффективности управле-ния компаний / О. В. Нарежнева, М. Е. Глушенко. –Красноярск: Сибирский феде-ральный университет, 2019. – 220 с.
- 49.Ногин А.В. Эффективность деятельности предприятия: понятие, критерии, оценка / А.В. Ногин// Азимут научных исследований: экономика и управление. 2019. Т. 2. № 3 (7). С. 64-68
- 50.Основы инновационного проектирования : / В. А. Сергеев, Е. В. Кипчарская, Д. К. Подымало; под редакцией В. А. Сергеева. - Красноярск: СФУ, 2018.
- 51.Основы инновационного проектирования : / В. А. Сергеев, Е. В. Кипчарская, Д. К. Подымало; под редакцией В. А. Сергеева. - Красноярск: СФУ, 2018.
- 52.Печатнова, А. П. Методы оценки инвестиционных проектов // Молодой ученый. – 2019. – №17. – С. 316-318.
- 53.Печатнова, А. П. Методы оценки инвестиционных проектов // Молодой ученый. – 2019. – №17. – С. 316-318.
- 54.Пургина Е.А. Показатели эффективности деятельности предприятия / Е.А. Пургина // Современные тенденции развития науки и технологий. 2020. № 1. С. 87.
- 55.Раткевич С. М. Государственно-частное партнерство как эффективный инструмент развития малого бизнеса // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2018, № 6. С. 56-61.
- 56.Раткевич С. М. Государственно-частное партнерство как эффективный инструмент развития малого бизнеса // Национальные интересы: приоритеты и безопасность

Отформатировано: Абзац списка, По левому краю, нумерованный + Уровень: 1 + Стил нумерации: 1, 2, 3, ... + Начать с: 1 + Выравнивание: слева + Выводить по: 0 см + Отступ: 0,7 см, Выравнивание шрифтов: Авто

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Код поля изменен

Код поля изменен

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Абзац списка, По левому краю, нумерованный + Уровень: 1 + Стил нумерации: 1, 2, 3, ... + Начать с: 1 + Выравнивание: слева + Выводить по: 0 см + Отступ: 0,7 см, Выравнивание шрифтов: Авто

Код поля изменен

Код поля изменен

Отформатировано: Шрифт: Times New Roman, 12 пт

- 57.Рожкова М.Г. Методики оценки эффективности сбытовой политики / М.Г. Рожкова // Бенефициар. 2019. № 10. С. 82-85
- 58.Самынин, А.И. Малый бизнес и прогнозирование финансовых результатов / А.И. Самынин // Экономический анализ. – 2018, - №22. – С. 13-17
- 59.Самынин, А.И. Малый бизнес и прогнозирование финансовых результатов / А.И. Самынин // Экономический анализ. – 2018, - №22. – С. 13-17
- 60.Сапрыкин, В.И. Распределительные статьи баланса в анализе показателей ликвидности предприятия / В.И. Сапрыкин // Экономический анализ. – 2018, - №14. – С. 8-14
- 61.Сапрыкин, В.И. Распределительные статьи баланса в анализе показателей ликвидности предприятия / В.И. Сапрыкин // Экономический анализ. – 2018, - №14. – С. 8-14
- 62.Семеняк А.Ф. Теоретические основы анализа эффективности деятельности коммерческой организации / А.Ф. Семеняк // Современные тенденции развития науки и технологий. 2018. Т. 4. № 10. С. 299-301.
- 63.Сечко, И.Н. Роль малых и средних предприятий в формировании национальной инновационной системы / И.Н. Сечко // СОЦИС. – 2018, - №2. – С. 14-19.
- 64.Сечко, И.Н. Роль малых и средних предприятий в формировании национальной инновационной системы / И.Н. Сечко // СОЦИС. – 2018, - №2. – С. 14-19.
- 65.Сидорчук, Р.Р. Некоторые проблемы малого бизнеса / Р.Р. Сидорчук // Эко. – 2019. - №1. – С. 17-24.
- 66.Сидорчук, Р.Р. Некоторые проблемы малого бизнеса / Р.Р. Сидорчук // Эко. – 2019. - №1. – С. 17-24.
- 67.Собченко Н. В. Предпринимательский проект: оценка целесообразности внедрения // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2018, № 11 (35).
- 68.Собченко Н. В. Предпринимательский проект: оценка целесообразности внедрения // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2018, № 11 (35).
- 69.Сытова, Е.В. Роль малого бизнеса в экономике / Е.В. Сытова // Безопасность бизнеса. – 2019. - №4. – С. 24-27.
- 70.Сытова, Е.В. Роль малого бизнеса в экономике / Е.В. Сытова // Безопасность бизнеса. – 2019. - №4. – С. 24-27.
- 71.Трилицкая О. Ю., Ракутина Н. М., Воловик В. С. Управление малыми предприятиями в новых условиях хозяйствования // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2019, № 4
- 72.Трилицкая О. Ю., Ракутина Н. М., Воловик В. С. Управление малыми предприятиями в новых условиях хозяйствования // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2019, № 4

Код поля изменен

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Код поля изменен

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

73. Устимова, О. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов и их характеристика [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://fb.ru/article/46674/> (дата обращения 22.05.2020).
74. Устимова, О. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов и их характеристика [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://fb.ru/article/46674/> (дата обращения 22.05.2019).
75. Чучулина Е.В. Экономическая эффективность как главный фактор успешности деятельности предприятия / Е.В. Чучулина // Современные тенденции развития науки и технологий. 2020. № 2-2 (18). С. 117-119.
76. Шавалова М.А. Оценка эффективности деятельности малого предприятия / М.А. Шавалова // Современные тенденции развития науки и технологий. 2018. № 2-8 (13). С. 85-87
77. Шарипова, Е.Р. Как делать ГЧП в России: дорожная карта для региональных и муниципальных ОГВ (опыт Санкт-Петербурга) // [Электронный ресурс] - Режим доступа: http://www.pppinrussia.ru/main/publications/articles?articles_page=2
78. Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции / Пер с англ. – М.: Инфра-М., 2017.
79. Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции / Пер с англ. – М.: Инфра-М., 2016. – 1028 с.
80. Шаршуков В.Н. Повышение эффективности предпринимательской деятельности предприятия / В.Н. Шаршуков // Синергия Наук. 2020. № 3. С. 178-184.
81. Швецов, Ю.Г. К вопросу о соотношении понятий «ликвидность» и «платежеспособность» предприятия / Ю.Г. Швецов // Финансы. – 2019. – №7. – С. 5-10.
82. Швецов, Ю.Г. К вопросу о соотношении понятий «ликвидность» и «платежеспособность» предприятия / Ю.Г. Швецов // Финансы. – 2019. – №7. – С. 5-10.
83. Шеремет А. Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности / А. Д. Шеремет // Синергия Наук. 2019. № 2. С. 415-418.
84. Шибина М.А., Морозко, Н.И. Оценка эффективности деятельности предприятия / М.А. Шибина, Н.И. Морозко // Журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 7, №2 (2018)
85. Шуркалин, А. К. Проектное финансирование как эффективная форма международного кредитования / А. К. Шуркалин // Финансовый менеджмент. - 2003. - № 2. - С. 56-62.
86. Щербакова С. А. Пути повышения эффективности деятельности предприятия / С.А. Щербакова // Молодой ученый. – 2019. – №9.2. – С. 65.
87. Экономическая энциклопедия / Науч. – ред. Совет издательства «Экономика»: институт экономики РАН; Гл. ред. Л.И. Абалкин. – М.: «Экономика». 1999. – 1055 с.

Код поля изменен

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

88. Яковец, Ю.В. Циклы, кризисы, прогнозы / Ю.В. Яковец. — М.: Наука, 1999. — 448 с.
89. Яшкин А.А. Пути повышения эффективности деятельности предприятия / А.А. Яшкин // Научно-аналитический экономический журнал. 2019. № 10. С. 456-459.
90. Ananzeh, I. e. N. Testing the Weak Form of Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence from Jordan // International Business and Management, 2016, no. 9 (2), pp. 119-123.
91. Baloi, D.; Price, A. Modelling global risk factors affecting construction cost performance. — International Journal of Project Management. 2017. № 21(4). Pp. 73–82.
92. Bing, L.; Akintoye, A.; Edwards, P. J.; Hardcastle, C. The allocation of risk in PPP / PFI construction projects in the UK. International Journal of Project Management. 2019. № 23(1). Pp. 25–35.
93. Damodaran online [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
94. Denton Wilde Sapte. A Guide to Project Finance.
95. Ellen, G. Knowingly taking risk investment decision making in real estate development. — The Netherlands: Eburon Academic Publishers, 2018. — 311 p.
96. Esty, Benjamin C. Modern Project Finance Teaching Notes. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2018.
97. Esty, Benjamin C., Modern Project Finance: A Casebook, John Wiley & Sons, Inc., (New York, NY), 2017.
98. Euromoney Institutional Investor, 2017, Project Finance Yearbook 2009/2017.
99. Fama E. Efficient Capital Markets: Reply // Journal of Finance 3. 1976, pp 143 – 145. 182. Fight, A. Introduction to project finance. 2 Elsevier Inc., 2018. 205 p.
100. Finnerty, John D., 2016, Project Finance: Asset-Based Financial Engineering, 2nd edition, John Wiley & Sons (Hoboken, NJ). 184. Gatti, S. Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. Elsevier Inc., 2016. 413 p.
101. Gupta N., Gedam A. Testing of Efficient Market Hypothesis: a study on Indian Stock Market // Journal of Business and Management. 2014, Volume 16, Issue 8, pp. 28-38.
102. Hoffman, S. The Law and Business of International Project Finance: A Resource for Governments, Sponsors, Lawyers, and Project Participants. Cambridge University Press; 3 edition, 2019.- 526 p. 187. Hokroh, M. An Application of the Weak Form of the Efficiency Hypothesis on the Saudi Arabia Stock Market after Tadawul // Asian Journal of Finance & Accounting. 2019, vol. 5, no. 1, pp. 386-395.
1. Lynch, P. Financial Modelling for Project Finance. Euromoney Institutional Investor PLC; 1 PLC; 1 Ed edition., 2016. — 270 p. Абрютин М. С. Экономический анализ

2. Агафонов А.А. Развитие финансирования инвестиционных проектов в сегментах малого
3. Алимжанова А.С. Методы и модели оценки эффективности деятельности предприятия / А.С. Алимжанова // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. 2018. № 5-4. С. 47-49.
4. Алкычев, А.М. Малый и средний бизнес в строительстве: есть ли перспективы? / А.М. Алкычев // Эко. — 2019. — №4. — С. 23-28.
5. Алкычев, А.М. Малый и средний бизнес в строительстве: есть ли перспективы? / А.М. Алкычев // Эко. — 2019. — №4. — С. 23-28.
6. Блаженкова Н. М., Хисаева А. И., Закирова А. Э. Инструментарий повышения эффективности взаимодействия властных и предпринимательских структур при реализации инвестиционных бизнес-проектов // Наука, образование, экономика, 2019, № 2
7. Блаженкова Н. М., Хисаева А. И., Закирова А. Э. Инструментарий повышения эффективности взаимодействия властных и предпринимательских структур при реализации инвестиционных бизнес-проектов // Наука, образование, экономика, 2019, № 2
8. Богатин Ю. В., Швандар В. А Оценка эффективности бизнеса и инвестиций: учеб. пособие для вузов. М.: Финансы, ЮНИТИ ДАНА. 2017. 254 с.
9. Богатин Ю. В., Швандар В. А Оценка эффективности бизнеса и инвестиций: учеб. пособие для вузов. М.: Финансы, ЮНИТИ ДАНА. 2017. 254 с.
10. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций, 4 е издание: пер. с англ. / З. Боди, А. Кейн, А. Маркус. — М.: Издательский дом «Вильямс». — 2017. — С. 411.
11. Боргардт Е.А. Современные подходы к классификации резервов повышения эффективности деятельности предприятия / Е.А. Боргардт // Азимут научных исследований: экономика и управление. 2019. Т. 6. № 1 (18). С. 130-134.
12. Вартанов А. С. Экономическая диагностика деятельности предприятия: организация и методология / А. С. Вартанов. — М.: Финансы и статистика, 2018. — 326 с.
13. Великая Е. Г. Оценочный подход к эффективности предпринимательского кластера // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2018, № 1
14. Великая Е. Г. Оценочный подход к эффективности предпринимательского кластера // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2018, № 1
15. Виленский, П.Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. — 4 е изд. — М.: Дело, 2008. 248 с.
16. Гершман, М.А. Инновационный менеджмент. — М.: Маркет ДС, 2010. — 200 с.
17. Главатских, А.А. Преимущества и недостатки методов оценки эффективности инвестиционных проектов / А.А. Главатских // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. — 2013. — № 1. — С. 111-118.
18. Гуркина С.М. Использование ключевых показателей эффективности деятельности предприятий / С.М. Гуркина // Вестник науки и образования. 2019. № 1 (25). С. 45-47.
19. Гусева, Т.А. Государственная поддержка: реальность и перспективы развития малого и среднего предпринимательства / Т.А. Гусева // Право и экономика. — 2019. — №1 — С. 15-21.
20. Гусева, Т.А. Государственная поддержка: реальность и перспективы развития малого и среднего предпринимательства / Т.А. Гусева // Право и экономика. — 2019. — №1 — С. 15-21.

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) Times New Roman, 12 пт

21. Дронин Б.Н. Методология анализа показателей эффективности деятельности
22. Жердева О.Ю. Влияние рисков на эффективность управления производственной деятельностью / О.Ю. Жердева // Синергия Наук. 2019. № 15. С. 169-175
23. Зайончик Л.Д. Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / Л.Д. Зайончик. — Красноярск: Издательский центр СФУ, 2018. — 148 с.
24. Зайончик Л.Д. Повышение экономической эффективности деятельности предприятия на основе анализа хозяйственной деятельности / Л.Д. Зайончик // Научно-аналитический экономический журнал. 2020. № 3 (17). С. 2.
25. Захарова Е.А. Оценка результативности деятельности предприятия / Е.А. Захарова // Международный студенческий научный вестник. 2019. № 5. С. 71.
26. Зубова Е.В. Феномен эффективности деятельности российских предприятий / Е.В. Зубова // Современные тенденции развития и перспективы внедрения инновационных технологий в машиностроении, образовании и экономике. 2019. Т. 3. № 1 (2). С. 173-175.
27. Инновационный менеджмент: учебник / под ред. проф. В.А. Швандара, проф. В.Я. Горфинкеля. — М.: Вузовский учебник, 2005.
28. Исаенко Н.Н. Методические основы оценки эффективности деятельности предприятия / Н.Н. Исаенко // Инновационная экономика и общество. 2019. № 3 (17). С. 2-6.
29. Ишкинина Г.Ш. Оценка эффективности сбытовой деятельности предприятия / Г.Ш. Ишкинина // Вестник научных конференций. 2019. № 2-1 (18). С. 61-63.
30. Йескомб, Э. Р. Принципы проектного финансирования. — М.: Вершина, 2017. — С. 345.
31. Казакова М.Ю. Управление экономической эффективностью деятельности предприятия / М.Ю. Казакова // Проблемы науки. 2018. № 2 (26). С. 38-41.
32. Калиева О. М. Факторы, влияющие на экономическую эффективность деятельности предприятия / О.М. Калиева // Инновационная экономика: материалы междунар. науч. конф. (г. Казань, октябрь 2019 г.). — Казань: Буи, 2019. — С. 93-96.
33. Коган А. Б. Теоретические аспекты эффективности экономических систем / А. Б. Коган, Н. П. Болдырева // Вестник Оренбургского государственного университета. 2019. — № 58. — С. 45—55.
34. Колпакова Т.С. Роль экономического анализа в повышении эффективности деятельности предприятия / Т.С. Колпакова, А.Д. Прохоренко // Вестник научных конференций. 2018. № 2-1 (18). С. 81-82.
35. Корзун Л.Н. Применение методов управленческого анализа в оценке эффективности деятельности предприятия на основе форм отчетности / Л.Н. Корзун // Политика, экономика и инновации. 2020. № 1 (11). С. 14.
36. Коммерческая оценка инвестиционных проектов по методике компании Альт <http://altre.ru/library/9/kommercheskaya-otsenka-investitsionnykh-proektov/>
37. Коршунова Д.А. Проблема оценки эффективности деятельности предприятия / Д.А. Коршунова // Nauka-Rastudent.ru. 2019. № 1. С. 8.
38. Лычовская М.Д. Оценка эффективности деятельности предприятий и разработка мероприятий по ее улучшению / М.Д. Лычовская // Научно-практические исследования. 2020. № 4. С. 69-72.

Код поля изменен

Отформатировано: без подчеркивания, Цвет шрифта: Авто

39. Манаенков А.В. Проблема оценки эффективности диверсификации деятельности
40. Маразмизина М.С. Оценка эффективности деятельности малого предприятия / М.С. Маразмизина // Современные тенденции развития науки и технологий. 2020. № 3-11 (24). С. 110-112.
41. Медынский, В.Г. Оценка предпринимательских проектов: / В.Г. Медынский. — М.: ИНФРА-М., 2018.
42. Медынский, В.Г. Оценка предпринимательских проектов: / В.Г. Медынский. — М.: ИНФРА-М., 2018.
43. Методы оценки экономической эффективности инвестиционного проекта [Электронный ресурс].—Режим доступа: <http://www.studfiles.ru/preview/5657708/page:3/> (дата обращения 22.05.2020).
44. Методы оценки экономической эффективности инвестиционного проекта [Электронный ресурс].—Режим доступа: <http://www.studfiles.ru/preview/5657708/page:3/> (дата обращения 22.05.2019).
45. Мишурова И. В. Развитие предпринимательских способностей на основе изучения специфики феномена предпринимательства // Вестник Академии знаний, 2019, № 5
46. Мишурова И. В. Развитие предпринимательских способностей на основе изучения специфики феномена предпринимательства // Вестник Академии знаний, 2019, № 5
47. Наконечная Т.В. Направления повышения эффективности деятельности автосервисных предприятий / Т.В. Наконечная // Символ науки. 2019. Т. 1. № 3. С. 102-105.
48. Нарежнева О. В. Методологические основы анализа и оценки эффективности управления компанией / О. В. Нарежнева, М. Е. Глуценко. — Красноярск: Сибирский федеральный университет, 2019. — 220 с.
49. Ногин А.В. Эффективность деятельности предприятия: понятие, критерии, оценка / А.В. Ногин // Азимут научных исследований: экономика и управление. 2019. Т. 2. № 3 (7). С. 64-68
50. Основы инновационного проектирования : / В. А. Сергеев, Е. В. Кипчарская, Д. К. Подымало; под редакцией В. А. Сергеева. — Ульяновск : УлГТУ, 2018.
51. Основы инновационного проектирования : / В. А. Сергеев, Е. В. Кипчарская, Д. К. Подымало; под редакцией В. А. Сергеева. — Ульяновск : УлГТУ, 2018.
52. Печатнова, А. П. Методы оценки инвестиционных проектов // Молодой ученый. — 2019. — №17. — С. 316-318.
53. Печатнова, А. П. Методы оценки инвестиционных проектов // Молодой ученый. — 2019. — №17. — С. 316-318.
54. Пургина Е.А. Показатели эффективности деятельности предприятия / Е.А. Пургина // Современные тенденции развития науки и технологий. 2020. № 1. С. 87.
55. Раткевич С. М. Государственно-частное партнерство как эффективный инструмент развития малого бизнеса // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2018, № 6. С. 56-61.
56. Раткевич С. М. Государственно-частное партнерство как эффективный инструмент развития малого бизнеса // Национальные интересы: приоритеты и безопасность
57. Рожкова М.Г. Методики оценки эффективности сбытовой политики / М.Г. Рожкова // Бенефициар. 2019. № 10. С. 82-85

Код поля изменен

Код поля изменен

Код поля изменен

Код поля изменен

58. Самынин, А.И. Малый бизнес и прогнозирование финансовых результатов / А.И. Самынин // Экономический анализ. — 2018. — №22. — С. 13-17.
59. Самынин, А.И. Малый бизнес и прогнозирование финансовых результатов / А.И. Самынин // Экономический анализ. — 2018. — №22. — С. 13-17.
60. Сапрыкин, В.И. Распределительные статьи баланса в анализе показателей ликвидности предприятия / В.И. Сапрыкин // Экономический анализ. — 2018. — №14. — С. 8-14.
61. Сапрыкин, В.И. Распределительные статьи баланса в анализе показателей ликвидности предприятия / В.И. Сапрыкин // Экономический анализ. — 2018. — №14. — С. 8-14.
62. Семеняк А.Ф. Теоретические основы анализа эффективности деятельности коммерческой организации / А.Ф. Семеняк // Современные тенденции развития науки и технологий. 2018. Т. 4. № 10. С. 299-301.
63. Сечко, И.Н. Роль малых и средних предприятий в формировании национальной инновационной системы / И.Н. Сечко // СОЦИС. — 2018. — №2. — С. 14-19.
64. Сечко, И.Н. Роль малых и средних предприятий в формировании национальной инновационной системы / И.Н. Сечко // СОЦИС. — 2018. — №2. — С. 14-19.
65. Сидорчук, Р.Р. Некоторые проблемы малого бизнеса / Р.Р. Сидорчук // Эко. — 2019. — №1. — С. 17-24.
66. Сидорчук, Р.Р. Некоторые проблемы малого бизнеса / Р.Р. Сидорчук // Эко. — 2019. — №1. — С. 17-24.
67. Собченко Н. В. Предпринимательский проект: оценка целесообразности внедрения // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2018, № 11 (35).
68. Собченко Н. В. Предпринимательский проект: оценка целесообразности внедрения // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2018, № 11 (35).
69. Сытова, Е.В. Роль малого бизнеса в экономике / Е.В. Сытова // Безопасность бизнеса. — 2019. — №4. — С. 24-27.
70. Сытова, Е.В. Роль малого бизнеса в экономике / Е.В. Сытова // Безопасность бизнеса. — 2019. — №4. — С. 24-27.
71. Трилицкая О. Ю., Ракутина Н. М., Воловик В. С. Управление малыми предприятиями в новых условиях хозяйствования // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2019, № 4
72. Трилицкая О. Ю., Ракутина Н. М., Воловик В. С. Управление малыми предприятиями в новых условиях хозяйствования // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2019, № 4
73. Устимова, О. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов и их характеристика [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://fb.ru/article/46674/> (дата обращения 22.05.2020).
74. Устимова, О. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов и их характеристика [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://fb.ru/article/46674/> (дата обращения 22.05.2019).
75. Чучулина Е.В. Экономическая эффективность как главный фактор успешности деятельности предприятия / Е.В. Чучулина // Современные тенденции развития науки и технологий. 2020. № 2-2 (18). С. 117-119.
76. Шавалова М.А. Оценка эффективности деятельности малого предприятия / М.А. Шавалова // Современные тенденции развития науки и технологий. 2018. № 2-8 (13). С. 85-87

Код поля изменен

Код поля изменен

Код поля изменен

Код поля изменен

77. Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции / Пер с англ. – М.: Инфра-М., 2011.
78. Шаршуков В.Н. Повышение эффективности предпринимательской деятельности предприятия / В.Н. Шаршуков // Синергия Наук. 2020. № 3. С. 178-184.
79. Швецов, Ю.Г. К вопросу о соотношении понятий «ликвидность» и «платежеспособность» предприятия / Ю.Г. Швецов // Финансы. – 2019. – №7. – С. 5-10.
80. Швецов, Ю.Г. К вопросу о соотношении понятий «ликвидность» и «платежеспособность» предприятия / Ю.Г. Швецов // Финансы. – 2019. – №7. – С. 5-10.
81. Шеремет А. Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности / А. Д. Шеремет // Синергия Наук. 2019. № 2. С. 415-418.
82. Шибина М.А., Морозко, Н.И. Оценка эффективности деятельности предприятия / М.А. Шибина, Н.И. Морозко // Журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 7, №2 (2018)
83. Щербаклова С.А. Пути повышения эффективности деятельности предприятия / С.А. Щербаклова // Молодой ученый. – 2019. – №9.2. – С. 65.
84. Яшкин А.А. Пути повышения эффективности деятельности предприятия / А.А. Яшкин // Научно-аналитический экономический журнал. 2019. № 10. С. 456-459.
85. Шарипова, Е.Р. Как делать ГЧП в России: дорожная карта для региональных и муниципальных ОФВ (опыт Санкт-Петербурга) // [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.pppinrussia.ru/main/publications/articles?articles_page=2
86. Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции / Пер с англ. – М.: Инфра-М., 2011. – 1028 с.
87. Шуркалин, А. К. Проектное финансирование как эффективная форма международного кредитования / А. К. Шуркалин // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 2. – С. 56-62.
88. Экономическая энциклопедия / Науч. – ред. Совет издательства «Экономика»: институт экономики РАН; Гл. ред. Л.И. Абалкин. – М.: «Экономика». 1999. – 1055 с.
170. Экономический словарь: экономические термины и экономический сленг / В. В. Ковалев. – Ростов на Дону: Феникс, 2009. – 283 с.
89. Яковец, Ю.В. Циклы, кризисы, прогнозы / Ю.В. Яковец. – М.: Наука, 1999. – 448 с.
90. Ananzeh, I. e. N. Testing the Weak Form of Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence from Jordan // International Business and Management, 2014, no. 9 (2), pp. 119-123.
91. Baloi, D.; Price, A. Modelling global risk factors affecting construction cost performance. – International Journal of Project Management. 2003. No 21(4). Pp. 73–82.
92. Bing, L.; Akintoye, A.; Edwards, P. J.; Hardcastle, C. The allocation of risk in PPP / PFI construction projects in the UK. International Journal of Project Management. 2005. No 23(1). Pp. 25–35.
93. Damodaran-online [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
94. Denton Wilde Sapte. A Guide to Project Finance.
95. Ellen, G. Knowingly taking risk investment decision making in real estate development. – The Netherlands: Eburon Academic Publishers, 2008. – 311 p.
96. Esty, Benjamin C. Modern Project Finance Teaching Notes. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2004.
97. Esty, Benjamin C., Modern Project Finance: A Casebook, John Wiley & Sons, Inc., (New York, NY), 2003.
98. Euromoney Institutional Investor, 2010, Project Finance Yearbook 2009/2010.

Отформатировано: Абзац списка, По левому краю, Отступ: Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный

Код поля изменен

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) +Основной текст (Calibri), 11 пт, английский (США)

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) +Основной текст (Calibri), 11 пт, английский (США)

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) +Основной текст (Calibri), 11 пт, английский (США)

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) +Основной текст (Calibri), 11 пт, английский (США)

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) +Основной текст (Calibri), 11 пт, английский (США)

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) +Основной текст (Calibri), 11 пт, английский (США)

99. Fama E. Efficient Capital Markets: Reply // Journal of Finance 3. 1976, pp 143—145. 182.
- Fight, A. Introduction to project finance. 2 Elsevier Inc., 2006. 205 p.
100. Finnerty, John D., 2007, Project Finance: Asset Based Financial Engineering, 2nd edition, John Wiley & Sons (Hoboken, NJ). 184. Gatti, S. Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. Elsevier Inc., 2008. 413 p.
101. Gupta N., Gedam A. Testing of Efficient Market Hypothesis: a study on Indian Stock Market // Journal of Business and Management. 2014, Volume 16, Issue 8, pp. 28-38.
102. Hoffman, S. The Law and Business of International Project Finance: A Resource for Governments, Sponsors, Lawyers, and Project Participants. Cambridge University Press; 3 edition, 2007. 526 p.
187. Hokroh, M. An Application of the Weak Form of the Efficiency Hypothesis on the Saudi Arabia Stock Market after Tadawul // Asian Journal of Finance & Accounting. 2013, vol. 5, no. 1, pp. 386-395.
103. Lynch, P. Financial Modelling for Project Finance. Euromoney Institutional Investor PLC; 1 Ed edition., 1997. — 270 p.

Отформатировано: Шрифт: (по умолчанию) +Основной текст (Calibri), 11 пт, английский (США)

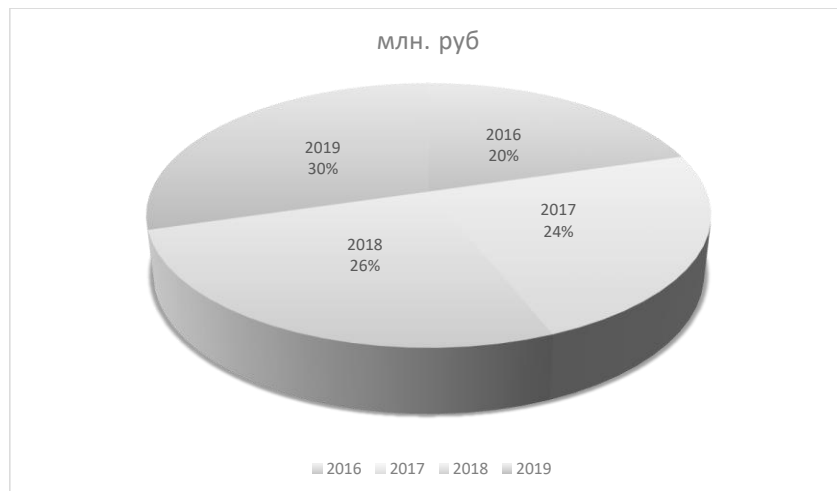
Отформатировано: По левому краю, Отступ: Слева: 1,27 см, Первая строка: 0 см, интервал после: 10 пт, междустрочный, множитель 1,15 ин

Отформатировано: Абзац списка, По левому краю, Отступ: Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А

Объем кредитов, предоставленных субъектам малого и среднего предпринимательства в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах



Отформатировано: По центру

— 2016 - 4 691 782

2017 - 5 429 729
2018 - 6 097 876
2019 - 6 816 081

Приложение Б



Отформатировано: Шрифт: не полужирный

Отформатировано: Заголовок 1, По центру, Отступ:
Первая строка: 0 см, междустрочный, одинарный,
Поз.табуляции: нет в 3,12 см



Отформатировано: По центру

Приложение **ФВ**

Отформатировано: Шрифт: не полужирный

Отформатировано: Заголовок 1, По центру, Отступ:
Первая строка: 0 см, Поз.табуляции: нет в 15,42 см

Отформатировано: Шрифт: Cambria, 16 пт

Векторная **А** авторегрессионная модель объемов кредитования бизнеса

Отформатировано: По центру, Отступ: Слева: 1,25 см,
Первая строка: 0 см

	SERIES01	SERIES02	SERIES03	SERIES04	SERIES05	SERIES06	SERIES07
SERIES01(-1)	0.182447 (0.21328) [0.85544]	-1.67E-07 (1.2E-07) [-1.44375]	-2.48E-07 (2.0E-07) [-1.25585]	1.80E-07 (1.3E-07) [1.34125]	-1.20E-06 (5.6E-07) [-2.15209]	0.000248 (1.1E-05) [22.1604]	1.91E-08 (7.0E-08) [0.27337]
SERIES01(-2)	-1.740218 (1.70518) [-1.02055]	2.21E-06 (9.2E-07) [2.38565]	1.64E-06 (1.6E-06) [1.04024]	3.37E-06 (1.1E-06) [3.15328]	-2.14E-06 (4.4E-06) [-0.48171]	-0.000117 (9.0E-05) [-1.31083]	-3.38E-07 (5.6E-07) [-0.60372]
SERIES01(-3)	-1.380999 (1.57340) [-0.87772]	-1.88E-06 (8.5E-07) [-2.19784]	-2.27E-06 (1.5E-06) [-1.55991]	-4.19E-07 (9.9E-07) [-0.42447]	-1.57E-06 (4.1E-06) [-0.38328]	3.67E-05 (8.3E-05) [0.44388]	1.26E-07 (5.2E-07) [0.24486]
SERIES01(-4)	5.665507 (1.35886) 4.16931	1.75E-06 (7.4E-07) [2.36932]	9.56E-07 (1.3E-06) [0.76129]	3.74E-06 (8.5E-07) [4.38235]	4.95E-07 (3.5E-06) [0.13981]	-4.31E-05 (7.1E-05) [-0.60416]	-2.44E-07 (4.5E-07) [-0.54810]
SERIES01(-5)	-5.388341 (1.08820) 4.95162	-3.41E-07 (5.9E-07) [-0.57790]	7.29E-08 (1.0E-06) [0.07245]	3.50E-07 (6.8E-07) [0.51226]	2.05E-06 (2.8E-06) [0.72143]	1.20E-05 (5.7E-05) [0.20923]	-3.58E-07 (3.6E-07) [-1.00275]
SERIES02(-1)	1810755. (1172832) [1.54392]	0.986797 (0.63614) [1.55122]	0.552121 (1.08411) [0.50928]	-0.886752 (0.73612) [-1.20463]	3.443766 (3.05560) [1.12703]	80.23718 (61.5768) [1.30304]	0.327730 (0.38468) [0.85195]
SERIES02(-2)	-2451496. (1006572) 2.43549	-0.189362 (0.54596) [-0.34684]	0.101793 (0.93043) [0.10940]	-0.187450 (0.63177) [-0.29671]	-1.137077 (2.62244) [-0.43359]	-30.74443 (52.8477) [-0.58176]	0.115306 (0.33015) [0.34925]
SERIES02(-3)	1683902. (983387.) [1.71235]	-0.827980 (0.53339) [-1.55230]	-1.547941 (0.90900) [-1.70291]	-0.136187 (0.61721) [-0.22065]	-0.595043 (2.56204) [-0.23225]	20.22648 (51.6304) [0.39176]	-0.007656 (0.32255) [-0.02374]
SERIES02(-4)	1100674. (1051959) [1.04631]	0.336583 (0.57058) [0.58989]	-0.206131 (0.97238) [-0.21198]	3.647314 (0.66025) [5.52412]	2.506635 (2.74069) [0.91460]	54.58812 (55.2306) [0.98837]	0.620495 (0.34504) [1.79834]
SERIES02(-5)	-3560787. (1246084) 2.395798	-0.452568 (0.67588) [-0.66960]	0.810730 (1.15182) [0.70387]	-1.019492 (0.78209) [-1.30354]	-6.000043 (3.24645) [-1.84819]	97.27399 (65.4227) [1.48685]	0.323480 (0.40871) [0.79147]

Продолжение приложения В

Отформатировано: Шрифт: 12 пт, не полужирный

Отформатировано: По центру

SERIES03(-1)	-861510.7 (1006505) [-0.85594]	-0.517239 (0.54593) [-0.94745]	-0.351327 (0.93037) [-0.37762]	1.165417 (0.63172) [1.84482]	-4.057853 (2.62226) [-1.54746]	-14.88626 (52.8442) [-0.28170]	0.102953 (0.33013) [0.31186]
SERIES03(-2)	147237.8 (562636.) [0.26169]	0.262488 (0.30517) [0.86013]	0.497396 (0.52008) [0.95639]	0.720153 (0.35313) [2.03933]	0.162481 (1.46585) [0.11084]	17.39203 (29.5399) [0.58876]	-0.160800 (0.18454) [-0.87135]
SERIES03(-3)	-341911.1 (694057.) [-0.49263]	0.181226 (0.37646) [0.48140]	0.628575 (0.64155) [0.97977]	-0.688315 (0.43562) [-1.58009]	0.261796 (1.80824) [0.14478]	5.404701 (36.4398) [0.14832]	-0.001638 (0.22765) [-0.00719]
SERIES03(-4)	-595782.7 (674986.) [-0.89250]	-0.004491 (0.36208) [-0.01240]	0.381846 (0.61705) [0.61883]	-1.519381 (0.41898) [-3.62640]	-0.685478 (1.73916) [-0.39414]	-38.23715 (35.0478) [-1.09100]	-0.299275 (0.21895) [-1.36685]
SERIES03(-5)	1916349. (674986.) [2.33510]	0.296206 (0.36611) [0.80906]	-0.553061 (0.62393) [-0.88642]	0.027578 (0.42365) [0.06510]	2.500568 (1.75855) [1.42195]	-65.64376 (35.4385) [-1.85233]	-0.087459 (0.22139) [-0.39504]
SERIES04(-1)	616640.8 (295143.) [2.08529]	0.075833 (0.16009) [0.47370]	-0.287552 (0.27282) [-1.05401]	0.439477 (0.18524) [2.37242]	-0.165059 (0.76894) [-0.21466]	-7.834757 (15.4958) [-0.50561]	-0.110120 (0.09681) [-1.13753]
SERIES04(-2)	-591801.8 (437291.) [-1.35334]	-0.151597 (0.23719) [-0.63914]	-0.147730 (0.40421) [-0.36548]	0.449157 (0.27446) [1.63650]	-0.052110 (1.13928) [-0.04574]	-3.336798 (22.9590) [-0.14534]	0.194799 (0.14343) [1.35815]
SERIES04(-3)	799550.5 (397591.) [2.01096]	0.060997 (0.21565) [0.28285]	0.378267 (0.36752) [1.02925]	-0.166504 (0.24954) [-0.66723]	0.558336 (1.03585) [0.53901]	42.22794 (20.8746) [2.02294]	-0.127394 (0.13041) [-0.97689]
SERIES04(-4)	-422729.7 (316058.) [-1.33751]	0.089109 (0.17143) [0.51980]	0.209844 (0.29215) [0.71827]	-0.248696 (0.19837) [-1.25369]	0.972881 (0.82343) [1.18150]	8.483002 (16.5939) [0.51121]	-0.052137 (0.10367) [-0.50294]
SERIES04(-5)	432665.4 (263190.) [1.64393]	0.010957 (0.14275) [0.07675]	0.044894 (0.24328) [0.18453]	-0.359265 (0.16519) [-2.17487]	-1.440280 (0.68569) [-2.10047]	-8.642833 (13.8182) [-0.62547]	0.108741 (0.08633) [1.25967]
SERIES05(-1)	-334697.2 (135908.) [2.46287]	0.056243 (0.07372) [0.76297]	0.062992 (0.12563) [0.50142]	0.013326 (0.08530) [0.15622]	0.095795 (0.35408) [0.27054]	-7.532697 (7.13554) [-1.05566]	-0.031976 (0.04458) [-0.71731]
SERIES05(-2)	203530.1 (107548.) [1.89245]	0.064658 (0.05833) [1.10841]	0.030765 (0.09941) [0.30947]	-0.160413 (0.06750) [-2.37643]	0.038753 (0.28020) [0.13830]	-7.597280 (5.64658) [-1.34547]	-0.091700 (0.03528) [-2.59953]
SERIES05(-3)	66799.61 (117084.) [0.57053]	-0.000261 (0.06351) [-0.00411]	-0.020397 (0.10823) [-0.18847]	0.042881 (0.07349) [0.58352]	0.625222 (0.30504) [2.04963]	-13.05010 (6.14723) [-2.12292]	-0.033744 (0.03840) [-0.87869]

SERIES03(-1)	-861510.7 (1006505) [-0.85594]	-0.517239 (0.54593) [-0.94745]	-0.351327 (0.93037) [-0.37762]	1.165417 (0.63172) [1.84482]	-4.057853 (2.62226) [-1.54746]	-14.88626 (52.8442) [-0.28170]	0.102953 (0.33013) [0.31186]
SERIES03(-2)	147237.8 (562636.) [0.26169]	0.262488 (0.30517) [0.86013]	0.497396 (0.52008) [0.95639]	0.720153 (0.35313) [2.03933]	0.162481 (1.46585) [0.11084]	17.39203 (29.5399) [0.58876]	-0.160800 (0.18454) [-0.87135]
SERIES03(-3)	-341911.1 (694057.) [-0.49263]	0.181226 (0.37646) [0.48140]	0.628575 (0.64155) [0.97977]	-0.688315 (0.43562) [-1.58009]	0.261796 (1.80824) [0.14478]	5.404701 (36.4398) [0.14832]	-0.001638 (0.22765) [-0.00719]
SERIES03(-4)	-595782.7 (674986.) [-0.89250]	-0.004491 (0.36208) [-0.01240]	0.381846 (0.61705) [0.61883]	-1.519381 (0.41898) [-3.62640]	-0.685478 (1.73916) [-0.39414]	-38.23715 (35.0478) [-1.09100]	-0.299275 (0.21895) [-1.36685]
SERIES03(-5)	1916349. (674986.) [2.33510]	0.296206 (0.36611) [0.80906]	-0.553061 (0.62393) [-0.88642]	0.027578 (0.42365) [0.06510]	2.500568 (1.75855) [1.42195]	-65.64376 (35.4385) [-1.85233]	-0.087459 (0.22139) [-0.39504]
SERIES04(-1)	616640.8 (295143.) [2.08529]	0.075833 (0.16009) [0.47370]	-0.287552 (0.27282) [-1.05401]	0.439477 (0.18524) [2.37242]	-0.165059 (0.76894) [-0.21466]	-7.834757 (15.4958) [-0.50561]	-0.110120 (0.09681) [-1.13753]
SERIES04(-2)	-591801.8 (437291.) [-1.35334]	-0.151597 (0.23719) [-0.63914]	-0.147730 (0.40421) [-0.36548]	0.449157 (0.27446) [1.63650]	-0.052110 (1.13928) [-0.04574]	-3.336798 (22.9590) [-0.14534]	0.194799 (0.14343) [1.35815]
SERIES04(-3)	799550.5 (397591.) [2.01096]	0.060997 (0.21565) [0.28285]	0.378267 (0.36752) [1.02925]	-0.166504 (0.24954) [-0.66723]	0.558336 (1.03585) [0.53901]	42.22794 (20.8746) [2.02294]	-0.127394 (0.13041) [-0.97689]
SERIES04(-4)	-422729.7 (316058.) [-1.33751]	0.089109 (0.17143) [0.51980]	0.209844 (0.29215) [0.71827]	-0.248696 (0.19837) [-1.25369]	0.972881 (0.82343) [1.18150]	8.483002 (16.5939) [0.51121]	-0.052137 (0.10367) [-0.50294]
SERIES04(-5)	432665.4 (263190.) [1.64393]	0.010957 (0.14275) [0.07675]	0.044894 (0.24328) [0.18453]	-0.359265 (0.16519) [-2.17487]	-1.440280 (0.68569) [-2.10047]	-8.642833 (13.8182) [-0.62547]	0.108741 (0.08633) [1.25967]
SERIES05(-1)	-334697.2 (135908.) [2.46267]	0.056243 (0.07372) [0.76297]	0.062992 (0.12563) [0.50142]	0.013326 (0.08530) [0.15622]	0.095795 (0.35408) [0.27054]	-7.532697 (7.13554) [-1.05566]	-0.031976 (0.04458) [-0.71731]
SERIES05(-2)	203530.1 (107548.) [1.89245]	0.064658 (0.05833) [1.10841]	0.030765 (0.09941) [0.30947]	-0.160413 (0.06750) [-2.37643]	0.038753 (0.28020) [0.13830]	-7.597280 (5.64658) [-1.34547]	-0.091700 (0.03528) [-2.59953]
SERIES05(-3)	66799.61 (117084.) [0.57053]	-0.000261 (0.06351) [-0.00411]	-0.020397 (0.10823) [-0.18847]	0.042881 (0.07349) [0.58352]	0.625222 (0.30504) [2.04963]	-13.05010 (6.14723) [-2.12292]	-0.033744 (0.03840) [-0.87869]

Продолжение приложения В

Отформатировано: Шрифт: 12 пт, не полужирный

Отформатировано: По центру

SERIES05(-4)	396238.1 (134786.) [2.94018]	-0.044450 (0.07310) [-0.60810]	-0.019136 (0.12457) [-0.15361]	-0.033763 (0.08458) [-0.39916]	0.494258 (0.35111) [1.40770]	1.667717 (7.07559) [0.23570]	-0.003748 (0.04420) [-0.08478]
SERIES05(-5)	-83710.03 (107582.) [-0.77811]	0.068780 (0.05835) [1.17870]	0.094146 (0.09944) [0.94673]	-0.052636 (0.06752) [-0.77953]	0.404425 (0.28028) [1.44291]	8.281024 (5.64832) [1.46610]	0.011845 (0.03529) [0.33569]
SERIES06(-1)	6579.402 (6728.79) [0.97780]	-0.008444 (0.00365) [-2.31353]	-0.005937 (0.00622) [-0.95449]	-0.012837 (0.00422) [-3.03968]	0.010393 (0.01753) [0.59285]	0.065471 (0.35328) [0.18532]	0.001377 (0.00221) [0.62373]
SERIES06(-2)	6836.721 (7716.46) [0.88599]	0.003822 (0.00419) [0.91308]	0.007271 (0.00713) [1.01932]	-0.005474 (0.00484) [-1.13023]	0.009291 (0.02010) [0.46214]	-0.024246 (0.40513) [-0.05985]	-0.000247 (0.00253) [-0.09745]
SERIES06(-3)	-20550.11 (5601.37) [3.06876]	-0.004530 (0.00304) [-1.49090]	-0.000609 (0.00518) [-0.11763]	-0.016472 (0.00352) [-4.68538]	-0.002901 (0.01459) [-0.19880]	0.037356 (0.29409) [0.12702]	0.000677 (0.00184) [0.36847]
SERIES06(-4)	11391.56 (3859.75) [2.95138]	-0.001047 (0.00209) [-0.50029]	-0.001386 (0.00357) [-0.38846]	-0.008422 (0.00242) [-3.47667]	-0.008165 (0.01006) [-0.81195]	-0.083243 (0.20265) [-0.41078]	0.001802 (0.00127) [1.42365]
SERIES06(-5)	7191.477 (2157.16) [3.33377]	0.000398 (0.00117) [0.34047]	-0.000327 (0.00199) [-0.16383]	-0.003903 (0.00135) [-2.88280]	-0.003323 (0.00562) [-0.59134]	-0.031221 (0.11326) [-0.27567]	0.000277 (0.00071) [0.39175]
SERIES07(-1)	497482.7 (1052510) [0.47266]	-0.065208 (0.57088) [-0.11422]	-0.877914 (0.97289) [-0.90237]	0.864989 (0.66080) [1.30940]	-0.292783 (2.74212) [-0.10677]	-36.41008 (55.2596) [-0.65889]	-0.021194 (0.34522) [-0.06139]
SERIES07(-2)	100858.1 (898508.) [0.11225]	0.467518 (0.48735) [0.95930]	0.840991 (0.83054) [1.01258]	-0.634401 (0.56394) [-1.12494]	0.238523 (2.34090) [0.10189]	-21.14070 (47.1741) [-0.44814]	0.150331 (0.29471) [0.51010]
SERIES07(-3)	858273.6 (976805.) [0.87865]	0.327016 (0.52982) [0.61722]	0.074099 (0.90291) [0.08207]	-1.060570 (0.61308) [-1.72990]	-1.474893 (2.54489) [-0.57955]	0.600550 (51.2849) [0.01171]	-0.440976 (0.32039) [-1.37638]
SERIES07(-4)	-126855.4 (1151805) [-0.11014]	0.604169 (0.62474) [0.96707]	0.263492 (1.06468) [0.24749]	2.333734 (0.72292) [3.22821]	5.288689 (3.00082) [1.76242]	-96.71731 (60.4728) [-1.59935]	-0.063774 (0.37779) [-0.16881]
SERIES07(-5)	1869610. (947068.) [1.97410]	0.500668 (0.51369) [0.97465]	0.274864 (0.87543) [0.31398]	-0.720085 (0.59442) [-1.21141]	4.922698 (2.46741) [1.99509]	72.96165 (49.7236) [1.46735]	-0.257095 (0.31063) [-0.82765]
C	-85806367 (5.4E+07) [-1.80280]	1.990326 (29.0376) [0.06854]	-1.024537 (49.4857) [-0.02070]	72.14935 (33.6010) [2.14724]	47.06100 (139.477) [0.33741]	-4617.324 (2810.75) [-1.64274]	-9.218734 (17.5594) [-0.52500]
R-squared	0.972324	0.991547	0.967297	0.956488	0.992287	0.998271	0.967756
Adj. R-squared	0.778592	0.932380	0.898377	0.651907	0.938293	0.986169	0.742048
Sum sq. resids	5.05E+12	1.486468	4.317111	1.990389	34.29554	13927.67	0.543566
S.E. equation	1005248.	0.545246	0.929205	0.630934	2.618990	52.77817	0.329717
F-statistic	5.018903	16.75824	11.10321	3.140342	18.37792	82.48901	4.287641
Log likelihood	-581.6923	9.825485	-12.03127	3.840985	-54.51607	-177.6517	30.44863
Akaike AIC	30.13133	1.276806	2.342989	1.568732	4.415418	10.42204	0.270798
Schwarz SC	31.63593	2.781405	3.847589	3.073332	5.920018	11.92664	1.775398
Mean dependent	3351488.	31.27521	41.87983	101.1122	-0.391480	977.0220	10.97927