

М. А. Лимитовский

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ И РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ ДЛЯ БАКАЛАВРИАТА И МАГИСТРАТУРЫ

5-е издание, переработанное и дополненное

Рекомендовано Учебно-методическим отделом высшего образования в качестве учебного пособия для студентов высших учебных заведений, обучающихся по экономическим направлениям и специальностям

Книга доступна в электронной библиотечной системе
biblio-online.ru

Москва ■ Юрайт ■ 2015

УДК 336.581(076.5)
ББК 65.262я73
Л58

Автор:

Лимитовский Михаил Александрович — доктор экономических наук, профессор.

Лимитовский, М. А.

Л58 Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках : учеб. пособие для бакалавриата и магистратуры. / М. А. Лимитовский — 5-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2015. — 486 с. — Серия : Авторский учебник.

ISBN 978-5-9916-4887-5

Предлагаемое издание является существенно расширенным вариантом популярной книги автора «Инвестиции на развивающихся рынках». В нем рассмотрены вопросы обоснования инвестиционных решений прежде всего с учетом специфики рынка РФ. Представлен и систематизирован большой объем сведений, относящихся к построению финансовых моделей различных типов инвестиционных проектов, обоснованию структуры, расчету стоимости капитала, выбору критериев оценки проектов и их анализу при формировании инвестиционной программы предприятия. Большое внимание уделено вопросам мотивации, увязке интересов ключевых участников инвестиционных проектов. Помимо традиционных методов оценки проектов рассмотрена альтернативная технология их обоснования — метод реальных опционов, позволяющий количественно оценить управленческую гибкость и перспективы развития проектов.

Книга отличается простотой и доступностью изложения и носит сугубо прикладной характер.

Рекомендуется для использования при подготовке и переподготовке финансовых менеджеров и руководителей предприятий.

УДК 336.581(076.5)
ББК 65.262я73

ISBN 978-5-9916-4887-5

© Лимитовский М. А., 2008
© Лимитовский М. А., 2011, с изменениями
© ООО «Издательство Юрайт», 2015

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	5
Глава 1. ПОЗИТИВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ	13
§ 1. Прибыль и денежные потоки.....	14
§ 2. Виды денежных потоков инвестиционного проекта	30
§ 3. Релевантность денежных потоков от активов. Принцип отнесения денежных потоков на инвестиционный проект.....	34
§ 4. Анализ проектов, не имеющих отдельного коммерческого результата. Дифференциальный денежный поток.....	39
§ 5. Номинальные и реальные денежные потоки. Учет инфляции в инвестиционных расчетах	53
Глава 2. НОРМАТИВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА. ТРЕБУЕМЫЙ УРОВЕНЬ ДОХОДНОСТИ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ РФ. СТРУКТУРА И СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА	65
§ 1. Требуемый уровень доходности: норматив или стоимость капитала?	66
§ 2. Стоимость собственного капитала российской компании	78
§ 3. Стоимость заемного капитала российской корпорации	113
§ 4. Структура капитала инвестиционного проекта в Российской Федерации.....	121
§ 5. Структура капитала корпорации.....	139
§ 6. Влияние структуры и стоимости капитала на эффект инвестиционного проекта и ценность фирмы.....	147
§ 7. Средневзвешенная стоимость капитала: техника расчета и применения на развивающемся рынке РФ.....	161
Глава 3. ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ЭФФЕКТЫ, УЧИТЫВАЕМЫЕ ПРИ ОБОСНОВАНИИ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА	182
§ 1. Требуемый уровень доходности и некоммерческие проекты корпорации.....	183
§ 2. Стоимость капитала и риск досрочного прекращения проекта. Реальный опцион на отказ от бизнеса	189
Глава 4. СОПОСТАВЛЕНИЕ НОРМАТИВНЫХ И ПОЗИТИВНЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ ПРОЕКТА. ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ, ЕЕ ОЦЕНКА И КОНТРОЛЬ	212
§ 1. Выбор критерия оценки инвестиционного проекта	213
§ 2. Анализ влияния условий осуществления проекта на его эффективность	236
§ 3. Мониторинг и переоценка проектов.....	248

Глава 5. СИСТЕМНЫЙ АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННЫХ И ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ В УПРАВЛЕНИИ РОССИЙСКИМИ КОРПОРАЦИЯМИ	257
§ 1. Системный подход и бюджетирование капитала	258
§ 2. Формирование инвестиционной программы корпорации. Рациональное распределение капитала между проектами	261
§ 3. Системные финансовые эффекты: кросс-финансирование, кросс-субсидирование, кросс-холдинг и кросс-хеджирование	283
§ 4. Согласование интересов участников инвестиционного проекта	297
Глава 6. РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ В ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТАХ: ЦЕННОСТЬ ПЕРСПЕКТИВ РАЗВИТИЯ И УПРАВЛЕНЧЕСКОЙ ГИБКОСТИ	317
§ 1. Реальные опционы на стороне активов и их виды	318
§ 2. Практические вопросы оценки реальных опционов	346
§ 3. Оценка реальных опционов методом бинарного дерева	368
§ 4. Оценка реальных опционов с использованием модели Блека — Шольца	380
§ 5. Реальные опционы на стороне обязательств и собственного капитала	401
§ 6. Ограничения и недостатки анализа реальных опционов	415
Глава 7. КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ, КОНТРОЛЬ НАД БИЗНЕСОМ И МОТИВАЦИЯ.....	428
§ 1. Крупные и мелкие инвесторы. Ценность контроля над бизнесом	429
§ 2. Мотивация топ-менеджеров корпорации на повышение эффективности ее инвестиционных проектов.....	445
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	460
Приложение 1	460
Приложение 2	470
Приложение 3	478
ЛИТЕРАТУРА	486

Возможно, кто-то из вас, уважаемые читатели, прочитав введение, увидит в нем элементы рекламы дальнейшего содержания книги. К этому надо отнестись с пониманием: во введении обычно раскрываются основной замысел книги, ее построение и особенности. Авторы не критики, они обычно не видят недостатков в своих произведениях и потому обращают внимание в основном на положительные черты.

Итак, о чем эта книга и какова может быть польза от ее прочтения?

ИДЕЯ КНИГИ

Данная книга посвящена проблемам обоснования инвестиционных решений. Сегодня, когда выходит много публикаций по этой тематике, может показаться, что трудно написать в данной предметной области что-то новое. Однако отличия от других произведений есть, и вы сами сможете в этом убедиться, если решитесь прочитать эту книгу.

Автор ставил перед собой задачу дать системное изложение методологии обоснования инвестиционных решений именно на развивающихся (иначе — неустойчивых, возникающих, формирующихся) рынках (*emerging markets*), заметными представителями которых являются рынки Российской Федерации. Не противопоставить «российский» подход «западному», а рассказать и показать на примерах (без углубления в математические тонкости), что основные положения базовой теории, по которой обосновываются и принимаются инвестиционные и финансовые решения, могут быть применены и в так называемых нестационарных условиях развивающихся рынков, прежде всего в Российской Федерации.

Вместе с тем, имея богатый опыт консультирования и чтения лекций, автор хотел сделать изложение материала практически ориентированным. Поэтому в тексте использованы адаптированные ситуации из практики различных российских корпораций для подтверждения тех или иных положений книги.

ОСОБЕННОСТИ КНИГИ

В чем же, по мнению автора, главные особенности книги?

Во-первых, *проблемы оценки инвестиций рассматриваются в ней на методологическом уровне.*

Любой вопрос можно осветить на трех уровнях: философского осмысления, методологии решения задач и конкретных методических рекомендаций.

Стараясь угодить «практикам», многие российские авторы в своих произведениях приводят только технологию составления бизнес-планов, т.е. без подготовки читателя сразу переводят на третий уровень, считая, что тем самым он получает исчерпывающее решение поставленной задачи обоснования широкого класса проектов. Такие авторы забывают: если человек не осознал того, что лежит в основе технологии, он в лучшем случае будет играть роль статиста, занятого рутинными расчетами и не способного сделать

из них правильные выводы. Кроме того, в технологиях могут быть ошибки. Не имея возможности доказать свою точку зрения, автору подобной книги легко спрятаться за таблицы, формулы и методические указания, ставящие читателя в положение исполнителя, но не собеседника.

Вместе с тем, зная методологию, иногда бывает достаточно легко самому разработать соответствующую последовательность расчетов, таблиц и пояснений. Поэтому изложение на уровне методологии, по мнению автора, имеет значительные преимущества.

Во-вторых, изложенный в книге материал имеет многоцелевой характер.

Большое число авторов, пишущих на русском языке, ограничивает свою задачу описанием методики обоснования крупного инвестиционного проекта. Это может показаться естественным в современных условиях РФ, когда многие руководители предприятий заинтересованы в том, чтобы получить деньги от государства или частного инвестора. Соответственно перед ними стоит задача оправдать свои запросы экономическими расчетами. И вопрос соблюдения формальных требований инвесторов сводится к изучению соответствующих методик и нормативных положений.

Однако если подходить к оценке инвестиций с более осмысленных позиций, то изучение проблем обоснования инвестиционных решений может стать инструментом для решения гораздо более широкого класса задач. В частности, это и анализ крупных проектов, и принятие краткосрочных управленческих решений, и оценка будущих перспектив развития объектов, ценности информации, бизнеса в целом, формирование инвестиционного портфеля, обоснование и проектирование инвестиционной программы и т.д. Именно в таком ключе изложен и предлагаемый вашему вниманию материал.

В-третьих, сведения, представленные в книге, жестко структурированы, поэтому изложение временами может показаться суховатым и рецептурным. Зато это позволяет лаконично представить большой объем информации в удобном для пользователя виде.

Теоретические положения проиллюстрированы кейсами, или конкретными ситуациями. Все ситуации, приведенные в книге (в отличие от иллюстраций), имеют отношение к реальности. Вместе с тем автор оставил за собой право изменить названия компаний и проектов, а также некоторые условия задач в целях повышения наглядности материала.

В жизни редко встречаются задачи с единственно возможным решением, зато часто попадают данные, внешне относящиеся к поставленной задаче, но на самом деле совершенно не нужные для ее решения. Поэтому понятно, что в некоторых случаях реальные события в учебно-познавательных целях должны быть очищены от всего лишнего. Но, как может убедиться читатель, при этом ситуации и иллюстрации в данной книге не доведены до уровня чисто условных, а описаны достаточно подробно.

В-четвертых, задача автора состояла не в том, чтобы, опираясь на российскую специфику, отрицать какие-то положения «западной науки», а в том, чтобы показать применение общих положений корпоратив-

ных финансов к российским проектам и компаниям, учитывая некоторые особенности развивающихся рынков.

Очень многие российские авторы, рассматривая вопросы формирования бюджета инвестиционного проекта, вообще не касаются важнейших проблем, которыми сегодня заняты ведущие корпорации мира и ученые всех стран. Например, часто обходят молчанием проблему обоснования ставки дисконта, стоимости капитала, его структуры. Почему?

Обычный ответ: российская специфика не позволяет их определить, это «теория», а книга, которую написали такие-то авторы, адресована «практикам». Зато о якобы существующем качественном отличии инфляционных процессов в России от подобных процессов в остальном мире пишутся целые главы, причем на довольно-таки специфическом языке, характерном как раз для научных работников. Это типичный пример так называемой перефокусировки: *«важно не то, что важно, а то, о чем я пишу».*

На самом деле нет ничего более практичного, чем хорошая теория.

Каковы же в действительности особенности развивающихся рынков, которые необходимо учитывать в оценке инвестиций?

По мнению автора, существует по крайней мере пять таких особенностей.

Во-первых, это чрезвычайно ***слабая форма информационной эффективности таких рынков.***

Как известно из теории, эффективный рынок — это рынок, в ценах которого находит отражение вся относящаяся к нему информация. Если на рыночные цены воздействует только прошлая информация, то говорят о слабой форме эффективности. Если вся опубликованная информация отражается в ценах, то рынок обладает средней формой эффективности. Сильная форма эффективности характерна для рынка, конъюнктура которого зависит от всей информации, включая профессиональные прогнозы и оценки. На таком рынке отсутствуют инсайдеры, т.е. лица, обладающие эксклюзивной информацией.

Рынки развитых в экономическом отношении стран имеют в основном среднюю форму эффективности. Напротив, страны с формирующимися рынками, в том числе Российской Федерации, как показывают исследования некоторых авторов, имеют слабую форму рыночной эффективности. Этому способствуют три обстоятельства:

- *отсутствие развитой информационной базы для принятия инвестиционных решений.* В частности, в России инвесторам доступна лишь текущая ценовая и нормативно-справочная информация. Аналитические оценки в базах данных и бюллетенях информационных агентств присутствуют лишь в зачаточной форме;
- *отсутствие долгосрочного опыта работы в условиях рыночной экономики.* Это приводит, с одной стороны, к статистической непредставительности аналитических оценок, необходимости постоянно «обновлять правила игры» на рынках, а с другой — к не-

достаточной квалификации многих специалистов, неоднозначно воспринимающих информацию, поступающую с рынка;

- *неравный доступ инвесторов к рынкам капиталов.* В результате спрос на акции и облигации в Российской Федерации очень сегментирован, и единый рынок фактически раздроблен на несколько автономных субрынков со своими правилами игры, целями инвесторов и информационным обеспечением.

Такое положение, конечно, должно было бы привести к арбитражной ситуации, перетеканию капиталов с одних субрынков на другие и выравниванию условий на них. Однако этот процесс протекает медленно, поскольку выгоден тем, кто может воспользоваться сложившейся ситуацией в своих интересах.

Во-вторых, на развивающихся рынках *обострена и имеет некоторые особенности проблема агентов.*

Так в теории называется конфликт интересов акционеров (собственников предприятия) и топ-менеджеров (их агентов). Проблема возникает, когда менеджер начинает действовать в своих интересах в ущерб интересам тех, кто его нанял. С одной стороны, обострение проблемы агентов — следствие ослабленной информационной эффективности формирующегося рынка; акционеры просто не могут получить необходимую информацию и адекватно на нее прореагировать (например, продать акции непонравившейся компании). С другой стороны, это следствие того, что на развивающихся рынках типа российского по объективным причинам занижена самооценка у акционеров и завышена — у топ-менеджеров.

Действительно, акции ведущих российских компаний были переданы или проданы в процессе приватизации акционерам не по рыночной стоимости, зачастую они достались им бесплатно или со скидкой против рыночной цены. У таких акционеров, никак не соприкоснувшихся с фондовым рынком и порой не знающих его законов, требования к доходности и к менеджерам менее жесткие, чем у акционеров в условиях развитых рынков капитала (особенно если акционеры — работники предприятия и получают заработную плату из рук этих самых менеджеров). А у менеджеров, наоборот, возникает чувство хозяина предприятия.

Правила приватизации во многих странах Восточной Европы и бывшего СССР были таковы, что менеджеры имели возможность стать крупнейшими акционерами, и поэтому их старая команда осталась на предприятиях уже в качестве полноправных собственников.

Все это создает условия для неэффективного управления предприятиями, с одной стороны, и для возможных злоупотреблений со стороны менеджеров по отношению к акционерам — с другой.

Сходные процессы протекали и в банковской сфере, в результате чего, например, российские банки по своим функциям, традициям и операциям часто напоминают банки командной экономики.

Проблема агентов, как мы увидим в книге, — это проблема не только корпораций, но и стран в целом.

В-третьих, неясность перспектив, информационная непрозрачность развивающихся финансовых рынков и проблема агентов на уровне корпораций и государства в целом порождают осторожное отношение со стороны иностранных инвесторов.

В результате ***состояние формирующихся рынков чувствительно ко всякой новой информации, их капитализация относительно низка***, что позволяет крупным спекулянтам воздействовать на их поведение. Нестабильность отпугивает долгосрочных инвесторов, что приводит к «инвестиционному голоду» и дефициту финансовых ресурсов. При этом состояние того или иного развивающегося финансового рынка определяется спросом на товары, экспортером которых является страна, где находится этот рынок.

В-четвертых, ***периодически возникающий дефицит финансовых ресурсов порождает на таких рынках более доверительное отношение к иностранной валюте***, чем к своей собственной.

Котировки на рынке акций осуществляются в твердой валюте, твердая валюта используется как средство сбережения населением и предприятиями, финансовые расчеты осуществляются в твердой валюте и т.д. Помимо того, что такие расчеты более убедительны для иностранных инвесторов, они применяются и для внутреннего пользования, так как субъективно представляются более устойчивыми и надежными. Вместе с тем стремление поддержать национальную валюту и предотвратить утечку твердой валюты за рубеж приводит в странах с неустойчивыми экономическими системами к ***возникновению достаточно жесткого и строго контролируемого законодательства в области валютного регулирования***. Впрочем, в период относительного благополучия валютный контроль ослабевает.

Наконец, в-пятых, есть и положительная черта в проникновении на развивающиеся рынки и работе на них. И дело здесь не только в международной диверсификации, как можно было бы подумать: появление крупного международного инвестора способно коренным образом воздействовать на поведение рынка с низкой капитализацией.

Преимущества развивающихся рынков состоят в том, что именно ***здесь можно осуществить проекты и сделки с аномально высокой доходностью на совершенно законном основании и без потерь для репутации***.

Причины, по которым это становится возможным, а также условия осуществления таких проектов мы рассмотрим в одной из глав книги. Многие из них можно понять, если рассмотреть пять вышперечисленных особенностей развивающегося рынка не с точки зрения дополнительных инвестиционных рисков, а как источник новых возможностей для получения дополнительных доходов.

Конечно, высокая доходность проектов на развивающихся рынках может быть и следствием «инвестиционного голода», порождающего низкую стоимость факторов производства и сырья.

Но главный резерв повышенной доходности содержится именно в возможности относительно легко завоевать зарождающийся рынок и использовать уже созданный в ряде стран производственный потенциал для снижения капитальных издержек.

Неразвитость законодательства и информационная непрозрачность позволяют долго удерживать однажды занятые монопольные позиции на развивающемся рынке и, таким образом, на некоторое время стабилизировать аномально высокие доходы.

ПРЕДУПРЕЖДЕНИЯ

Прежде чем вы начнете читать данную книгу, автор хотел бы предупредить о том, что представленный материал, хотя и воспринимается достаточно легко, все же не относится к жанру научно-популярной литературы. А потому при его изучении могут возникнуть три вида сложностей.

Условности. Очень многие отрасли знаний имеют в своей основе некие условные понятия, которые либо не встречаются в реальности, либо отражают современное представление о предмете. Идеальный газ, математический маятник, материальная точка, «демон Максвелла» — типичные примеры таких понятий.

В экономической теории таких понятий тоже много, поскольку экономика — наука хотя и важная, но малоразвитая. Нехватка знаний приводит к тому, что многие постулаты основаны на вере: кто-то верит в «призрак коммунизма», кто-то — в «невидимую руку Адама Смита», но у обоих фантомов большие проблемы с материализацией.

Информационно эффективный рынок, рациональное поведение инвестора, безрисковая ставка — все это тоже условности, которые, возможно, когда-нибудь будут развенчаны как не имеющие отношения к реальности. Кто-нибудь скажет: «Инвесторы в своей массе иррациональны, в этом потенциал их высоких доходов», — и выдвинет свою теорию, которая затмит существующую.

К сожалению, сегодняшнее состояние науки нуждается в абстрактных категориях, и мы в некоторых случаях будем вынуждены иметь с ними дело.

Умозрительность некоторых положений и доказательств. Экономическую теорию трудно подтвердить или опровергнуть, поскольку, как совершенно справедливо отмечал К. Маркс, у экономиста «нет микроскопа», который позволил бы ему убедиться, что процесс идет по его сценарию. И только время позволяет рассудить, кто был прав, а кто нет.

На самом деле экономика отличается от физики или химии еще и тем, что практика в ней не является основой познания. Ошибочная теория или просто традиция может здесь породить порочную практику (в естественных науках это невозможно). И это создает главную трудность для оценки качества экономических постулатов.

Если, например, вы предложили лучшую формулу для оценки опционов, чем та, которая существует сейчас, а все вокруг рассчитывают цену по старой формуле, то, применив свои «продвинутые» разработки на существующем рынке, вы рискуете разориться. Потому что поставите себя в положение футболиста, вышедшего со своими правилами на поле, где все играют в лапту. Только доказав всем остальным, что футбол — более интересная игра, чем лапта, вы сможете играть по своим правилам. А тогда что, если не сложившаяся практика, может служить доказательством правильности новой точки зрения? Ответ: безупречная логика, злободневность и эстетическая красота того, что предлагается, а также авторитет того, кто предлагает новшество.

В этой книге рассматриваются некоторые правила игры, которые в настоящее время приняты инвесторами и применение которых сегодня показывает неплохие результаты для тех, кто их использует.

Начальные знания. Можно ли читать данную книгу без специальной подготовки? Можно, но многое будет непонятно. Поэтому минимальные начальные знания желательно иметь в следующих областях:

- математика и статистика: представления на уровне программы вуза. Если такие понятия, как вероятность, корреляция, регрессия, линейная оптимизация, производная функции одной переменной, вам о чем-то говорят, не вызывая активного отторжения, то этого вполне достаточно;
- основы финансового и управленческого учета: необходимо знать содержание основных отчетных финансовых документов предприятия — баланса и отчета о прибылях, а также представлять себе, что такое постоянные, переменные затраты, безубыточность бизнеса и некоторые другие базовые категории;
- финансовые инструменты: роль, значение и особенности таких инструментов, как акции, облигации, векселя, производные (опционы, фьючерсы, форварды). Если знания в этой области отсутствуют, можно использовать любые учебники по курсам «Ценные бумаги», «Финансовые рынки» и т.п.;
- основы финансовых расчетов: желательно представлять себе, что такое временная стоимость денег и теория ценообразования опционов (модель Блека — Шольца¹).

Если этих знаний не хватает, рекомендуется перед началом чтения ознакомиться с материалами приложений 1 и 2, где даны сведения, достаточные для понимания основного текста книги. Там же приведены таблицы некоторых финансовых функций, которыми часто пользуются при осуществлении расчетов.

¹ В русскоязычной литературе также используется следующий вариант написания — модель Блека — Шоулза.

СОДЕРЖАНИЕ КНИГИ

Теперь о том материале, который представлен в книге.

Для того чтобы обосновать инвестиционное решение, необходимо прежде всего понять, в чем оно состоит. Для этого требуется сформулировать цели, которых следует достигнуть, а также детально описать проект, т.е. последовательность действий по их достижению. С финансовой точки зрения важно показать, к чему может привести исполнение проекта и как это скажется на благосостоянии инвесторов.

В соответствии с этим **глава 1** посвящена вопросам описания коммерческой идеи, лежащей в основе проекта, анализу типичных ошибок в бизнес-планировании на развивающихся рынках, а также построению финансовой модели проекта с выходом на его позитивные результаты — денежные потоки.

Однако для того, чтобы оценить коммерческий проект, мало спрогнозировать его последствия. Следует также представлять себе, каких минимальных результатов *должен* достигнуть данный проект при современном состоянии рынка для того, чтобы его можно было принять. Другими словами, помимо *позитивной* оценки проекта к нему также должны быть предъявлены *нормативные* требования.

Главы 2 и 3 имеют ключевое значение в книге и посвящены проблемам обоснования стоимости капитала (требуемого уровня доходности) в условиях формирующихся рынков РФ.

В **главе 4** рассматриваются проблемы сопоставления нормативных и позитивных оценок проекта, выбора критерия его оценки, а также техника анализа возможных отклонений от его изначально заданных условий.

Материал **главы 5** посвящен совместной оценке нескольких инвестиционных проектов, созданию инвестиционной программы, увязке интересов участников проектов, в том числе оценке проектов формирующихся рынков с позиции иностранных инвесторов.

В **главе 6** представлена альтернативная технология оценки проектов — популярный на сегодняшний день метод реальных опционов, который позволяет оценить проект или группу проектов с учетом возможности их дальнейшего развития, а также ценность управленческой гибкости в рамках того или иного проекта или предприятия.

Наконец, **глава 7** посвящена взаимоотношениям ключевых участников любого проекта — собственников (акционеров), чей капитал и способность идти на риск делают возможным осуществление проекта, и менеджеров, от которых зависит его надлежащее исполнение. Действительно, если управленческая гибкость и талант имеют ценность, то нельзя обойти вниманием мотивацию тех, кто является их носителем.

Автор выражает надежду, что минимальные начальные требования к базовой подготовке не станут препятствием для тех, кто захочет прочесть книгу, и время, проведенное за ее изучением, будет для читателей интересным и полезным.

ПОЗИТИВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ

- 1.** Прибыль и денежные потоки
- 2.** Виды денежных потоков инвестиционного проекта
- 3.** Релевантность денежных потоков от активов. Принцип отнесения денежных потоков на инвестиционный проект
- 4.** Анализ проектов, не имеющих отдельного коммерческого результата. Дифференциальный денежный поток
- 5.** Номинальные и реальные денежные потоки. Учет инфляции в инвестиционных расчетах

В данной главе мы рассмотрим принципиальные положения, касающиеся оценки денежных потоков инвестиционных проектов на развивающихся рынках, а также методы анализа проектов, не имеющих сепарированного коммерческого результата. Мы обратимся к методологии учета инфляции в обосновании инвестиционных решений и обсудим проблемы, возникающие при осуществлении оценочных расчетов на нестабильном рынке.

§ 1. Прибыль и денежные потоки

Оценка позитивных результатов проекта на основе бухгалтерской прибыли в России

Позитивные результаты любого инвестиционного решения — это тот эффект, который возможно реально получить в будущем от его принятия. Долгое время в нашей стране — бывшем СССР —

показатели, отражающие позитивные результаты инвестиционного проекта, базировались на оценке ожидаемой бухгалтерской прибыли, которую можно получить при осуществлении различных видов вложений капитала.

Любые оценки технических, организационных решений, а также крупных проектов развития предусматривали расчет так называемых абсолютных показателей эффективности и критерия сравнительной эффективности капиталовложений, в качестве которого выступали приведенные затраты на единицу продукции, работ или услуг. Эти показатели и критерии описаны во всех учебниках по социалистической экономике, и каждый из них основывался на сопоставлении вложенного в проект капитала с прогнозируемой среднегодовой прибылью, получаемой от осуществления проекта.

Нельзя сказать, что эти подходы были некорректны или что для них не существует аналогов в международной практике. Просто допущения, принятые при их построении, вполне приемлемые и работающие в условиях единообразной и закрытой командной экономики, вдруг оказались слишком грубыми и неадекватными при многовариантности ведения хозяйства, попытке интеграции России в мировую экономику.

А поскольку в развитых странах мира оценка эффективности инвестиций достаточно давно базируется на расчете денежных потоков, т.е. реальных денежных поступлений и выплат, производимых в те или иные интервалы времени, то и для российских инициаторов проектов, желающих привлечь инвестиции, возникла необходимость оперировать теми же понятиями.

Более того, для большинства российских предпринимателей стало очевидным, что появившаяся в условиях рынка возможность выбирать амортизационную, коллекционную, платежную политику, метод учета затрат и т.п. приводит к тому, что при одной и той же величине бухгалтерской прибыли эффект от проекта может быть абсолютно различным: от «очень отрицательного» до «очень положительного».

Это заставило признать, что контролировать надо прежде всего не бухгалтерские показатели, а реальные денежные суммы, которые вкладываются и извлекаются из бизнеса.

Встала необходимость разработать финансовую модель, по которой можно было бы достаточно точно и непротиворечиво определить ожидаемые денежные потоки, составить систему взаимосвязанных калькуляций их элементов — бюджет.