

формує власну дивідендну політику на основі різноманітних підходів і методів її проведення.

Дивідендна політика вітчизняних акціонерних товариств на сучасному етапі має орієнтуватися на політику залишкових дивідендних виплат і політику стабільного співвідношення дивідендних виплат через нестійкий фінансовий стан і невисокі показники їх фінансово-виробничої діяльності.

Удосконалення механізмів емісійної роботи підвищить інвестиційну привабливість цінних паперів акціонерних товариств. У цьому зв'язку важливим є розрахунки залежності ринкової вартості акцій від прибутків акціонерного товариства, діючі показники мають бути доповнені системою показників, що характеризують доходність акцій (показник загального доходу від купівлі акцій, показник інвестиційного доходу за період володіння акціями, коефіцієнт платіжності, коефіцієнт "ціна - дохід", коефіцієнт дивідендних виплат).

Потенційні інвестори можуть високо оцінити вартість акцій акціонерного товариства навіть без виплати дивідендів, якщо вони правильно поінформовані про перспективи його розвитку, причини зменшення дивідендних виплат і напрямки реінвестованої частини прибутку.

Отримано 02.09.2002

УДК 69 : 0.63.658.152

С.А.ПИЧУГИН, Т.С.ПИЧУГИНА, доктора экон. наук
Харьковская государственная академия городского хозяйства

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ОЦЕНКИ ФАКТОРА ВРЕМЕНИ В СОСТАВЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Осуществляется экономический анализ управления инвестициями при проектировании и возведении зданий и сооружений.

Поиск наиболее выгодных путей хозяйственной деятельности требует совершенствования методов учета фактора времени в планировании капитальных вложений. В связи с этим важно найти эффективные решения (варианты) при разработке инвестиционных проектов.

Эффективное управление инвестициями при проведении строительно-монтажных работ является основой для получения прибыли.

В отечественной и зарубежной литературе обстоятельно изложен финансово-математический расчет шести функций сложных процентов, которые характеризуют оценку инвестиций, стоимость потоков денег во времени. Функции сложных процентов – это начисление про-

цента на процент (наращения сложных процентов) по одному из методов начисления, а именно: годовое, полугодовое, квартальное, месячное, ежедневное и непредвиденное.

Значение наращенной суммы по сложным процентам определим по существующей формуле

$$S = P(1 + i)^n, \quad (1)$$

где P – первоначальная сумма, на которую начисляются проценты; i – ставка сложных процентов; n – число лет, в течение которых начисляются проценты.

Составляющие формулы (1) $(1 + i)^n$ – множитель наращения сложных процентов.

Процесс сложных процентов приемлем только для банковских расчетов, но не для оценки потоков денег во времени в составе инвестиционного проекта.

Приведенные затраты определяют по формуле, рекомендуемой "Типовой методикой определения экономической эффективности капиталовложений" (М.: Изд АН СССР, 1966. – 63 с.):

$$\Pi_3 = C_1 + EK \rightarrow \min .$$

Экономическую оценку проектируемых вариантов можно производить посредством приведенных затрат по продолжительности строительства по формулам

$$\begin{aligned} \Pi_3 &= C_1 + E_n K \rightarrow \min ; \\ \Pi_3 &= C_n + E_n K_n \rightarrow \min ; \\ \Pi_3 &= C_p + E_n K_p \rightarrow \min , \end{aligned} \quad (2)$$

где C – сметная себестоимость СМР; $E_n K, E_n K_n, E_n K_p$ – соответственно плановая прибыль по продолжительности строительства T, T_n и T_p ; E_n – нормативный коэффициент экономической эффективности капитальных вложений; K – общая величина инвестиций.

В общем случае прибыль из двух рассматриваемых вариантов составит:

$$\begin{aligned} \Pi_1 = \Pi_{3н} - \Pi_{3р} &= (C_n + E_n K_n) - (C_p + E_n K_p) = \\ &= (C_n - C_p) + E_n (K_n - K_p) . \end{aligned} \quad (3)$$

Согласно СН 423-71 коэффициент приведения затрат к базисному периоду составит значение

$$\frac{1}{(1 + E_{\text{нп}})^t}, \quad (4)$$

где $(1 + E_{\text{нп}})^t$ – множитель наращивания сложных процентов; $E_{\text{нп}}$ – норматив для приведения разновременных затрат; t – период приведения, лет.

Посредством формулы (3) и коэффициента приведенных затрат (4) можно определить прибыль рассматриваемых вариантов, но с учетом закона сложных процентов по формуле

$$\Pi_{\text{пз}} = E_{\text{н}}(K_{\text{н}} - K_{\text{р}}) \frac{1}{(1 + E_{\text{н}})^t}. \quad (5)$$

В зарубежной и отечественной литературе прибыль (Π) – чистый дисконтированный доход (ЧДД) определяется по формуле

$$\Pi = \text{ЧДД} = \sum_{t=1}^T (R_t - Z_t) \frac{1}{(1 + E)^t}, \quad (6)$$

где R_t – результаты, достигнутые на t -м шаге расчета; Z_t – затраты, осуществляемые на этом шаге; T – горизонт расчета, равен номеру шага расчета, на котором проводится закрытие проекта; $\Pi = R_t - Z_t$ – прибыль, достигнутая на t -м шаге; E – норма дисконта.

Таким образом, формула (5) является прообразом формулы (6), а отличаются они в основном показателями степени множителя наращивания сложных процентов.

Из сказанного следует, что в настоящее время обоснование экономических решений и задач с учетом фактора времени проводится с помощью дисконтирования, при котором осуществляется не действительное распределение капложений во времени, а по закону сложных процентов, что приводит к неверным результатам. В работе исследуются методы по периодам окупаемости и доходности инвестиций, которые применяются при оценке управления хозяйственной деятельностью организаций и фирм.

Метод периода окупаемости принимает равными все поступления в пределах периода окупаемости и не учитывает за пределами этого периода.

Метод доходности учитывает усредненные поступления. При этом значительно затруднено сравнение проектов (вариантов) с различными сроками строительства объектов.

При расчете величин критериев шаг расчетного периода не равен

и не кратен сроку начисления процентов на кредит, что ведет к неточностям исчисления.

Известно, что дисконтирование денежных потоков охватывает строительный и эксплуатационный периоды. Рассматривать эти два периода совместно нецелесообразно, так как они имеют разный технологический цикл.

При дисконтировании средства строительного цикла базисным должен быть период окончания строительства со сдачей объекта в эксплуатацию. Средства, вкладываемые в строительный период, находятся в отвлеченном (замороженном) состоянии до сдачи объекта в эксплуатацию и, следовательно, не могут подчиняться распределению во времени по закону сложных процентов.

Отсюда вытекает, что расчеты с учетом оценки дисконтирования могут привести к неверным результатам, поскольку они не учитывают технологического цикла вложенных инвестиций.

Для решения поставленной проблемы, т.е. обеспечения прибыльности, управление потоками денежных средств для объекта в целом можно установить по предлагаемому строительному дисконтированному подходу.

Теперь приведем комплекс критериев оценки строительного дисконтированного подхода, а именно:

1. Критерий эффективности распределения средств по периодам времени к базисному периоду определим по формуле

$$\alpha = \sum_{i=1}^m \bar{K}_{ij} t_{ij} / KT \rightarrow \min, \quad (7)$$

где K_{ij} – стоимость i -го вида работ на j -м объекте; t_{ij} – усредненный период, длительность отвлечения средств для функционирования i -го вида работ на j -м объекте к моменту окончания строительства; K – общая величина капложений; T – общая продолжительность строительства.

2. Критерий максимальной доходности от сокращения продолжительности строительства и эффективного распределения инвестиций по периодам времени, т.е. критерий прибыльности.

Величина прибыли за счет рационального финансирования капложений во времени

$$\Pi_1 = (C_n - C_p) + H_{пij} K_j (\alpha_n T_n - \alpha_n T_p) + H_{пkj} K_j t_0 \quad (8)$$

при условии, что в рассматриваемых вариантах окончания строительства совпадает и продолжительность изменяется за счет разновремен-

ного шага.

Третье слагаемое формулы (8) $H_{пкj} \cdot K_j \cdot t_0$ – дополнительная прибыль за счет помещения инвестиций в другие объекты предпринимательской деятельности, где $t_0 = T_n - T_p$.

С помощью разработанного комплекса критериев и предложенного дисконтированного подхода можно осуществить эффективное распределение потоков денег и выбрать альтернативный вариант при разработке инвестиционного строительного проекта.

1. СН-423-71. Инструкция по определению экономической эффективности капитальных вложений в строительстве. – М.: Стройиздат, 1971. – 41 с.

2. Шапиро В. Д. и др. Управление проектами. – СПб.: Два-Три, 1996.

Получено 14.06.2002

УДК 336.11

Г. М. АЗАРЕНКОВА, канд. экон. наук

Українська академія банківської справи НБУ, Харківська філія

ФІНАНСОВА КРИЗА ЯК ПРОЯВ НЕЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ПОТОКАМИ

Висунута гіпотеза, що як головний чинник виникнення фінансової кризи виступає неефективне управління фінансовими потоками. Визначена послідовність розвитку кризових явищ. Введено в розгляд інтегративне урегулювання фінансових потоків.

Головні причини найбільш руйнівних криз кінця ХХ – початку ХХІ ст., що відбувалися в економічних системах різних країн, полягали у фінансовій сфері. Так, на початку 90-х років ХХ ст. була дефляція в США, викликана заборгованістю; потім пішла криза європейської валютної системи у 1992-1993 рр.; услід за нею у 1994-1995 рр. вибухнула криза в Мексиці; у 1997-1998 рр. сталася фінансова криза у Східній Азії та деяких країнах СНД; у 2001-2002 рр. – криза в Аргентині, що є найбільшим в історії світової валютно-фінансової системи дефолтом [2, 3, 5]. З цього видно, що фінансові кризи охоплювали як розвинуті країни, так і ті, що розвиваються. Взаємозв'язок багатьох криз з фінансовою сферою обумовлений передусім особливим значенням фінансів, а саме тим, що вони зв'язані з формуванням, розподілом і використанням централізованих і децентралізованих фондів коштів (держави, підприємств, організацій та інших суб'єктів господарювання) з метою виконання функцій і завдань як держави, так і забезпечення умов розширеного відтворення.

Особливо зростає роль фінансових відносин у трансформаційних системах, насамперед у тих, де відбувається перехід від адміністрати-