

ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

О КОНЦЕПЦИИ АНАЛИЗА ИНВЕСТИЦИЙ

Ендовицкий Д.А., к.э.н., доцент

Воронежский государственный университет

Было бы неправильным утверждать, что анализ инвестиций (АИ) как направление практической деятельности является нечто новым. Использование разнообразных методик, приемов и показателей АИ стало общепринятым в банковской и фондовой деятельности. Но это еще не свидетельствует о глубокой разработанности теоретико-методологических основ АИ. В большинстве случаев авторы в понятие АИ вкладывают определенный смысл. В частности имеются в виду только отдельные организационно-методические вопросы анализа и оценки показателей эффективности инвестиционных проектов, оптимизации портфельных вложений в ЦБ, доходности операций с конкретными финансовыми активами, инвестиционной чувствительности и точек безубыточности. В связи с этим нам хотелось бы восполнить, по возможности, существующий пробел в отношении этого действительно важного направления экономического анализа, встав на путь теоретически обоснованного «комплексного подхода» в понимании сущности и содержания этого сложного экономического явления.

До недавнего времени в экономической науке еще не сформировалось четкого целостного представления об анализе инвестиций как самостоятельном направлении исследований в рамках того или иного вида экономического анализа. В ходе постановки и решения комплекса задач, относящихся к проблемам реализации долгосрочных капиталовложений, возникает необходимость аналитического обоснования одновременно *финансовых* (из каких источников, к какому объему, на каких условиях и в какой пропорции можно осуществить финансирование долгосрочных инвестиций) и *инвестиционных решений* (как оптимально распределить собственные и привлеченные ресурсы среди возможных направлений хозяйственной деятельности, отдельных видов активов, какова их структура, период оборачиваемости, соответствующий уровень риска и т.д.). В связи с этим, среди проблем охватываемых управленческим (операционным) и финансовым анализом, на наш взгляд, модуль АИ целесообразнее рассматривать именно в рамках финансового анализа. В подтверждение этому служит введенное в образовательном стандарте по специальности «Финансы и кредит», в научной литературе и практической деятельности понятие «финансово-инвестиционный анализ», которое, по нашему мнению, более полно учитывает особенности и единую специфику анализа финансовых и инвестиционных процессов. В ряду различных направлений экономического анализа АИ, на наш взгляд, необходимо представлять в качестве проектно-ориентированного экономического анализа, проведение которого преимущественно зависит от потребности в обосновании управленческих решений по конкретным вариантам капиталовложений.

Перед тем как сформулировать цель АИ попытаемся разобраться в содержательной стороне этого экономического явления. На наш взгляд, обоснованно можно говорить о существовании двух важнейших составляющих АИ: анализа долгосрочных инвестиций (капиталовложений) и финансовых вложений. В тоже время следуя логике построения актива баланса (форма № 1) имеется основание отдельно выделить и третью составляющую, а именно, *инвестиции в оборотные активы*. Если вспомнить, что процесс долгосрочного инвестирования уже включает в себя вложения в первоначально необходимую величину запасов сырья, материалов, резерв денежных средств на выплату заработной платы и кроме того, что краткосрочные финансовые вложения, входящие в состав оборотных активов, уже охватываются второй частью АИ, то, как нам кажется, нет необходимости в специальном выделении инвестиций в оборотные активы в качестве самостоятельного раздела АИ.

Такое понимание содержания анализа инвестиций позволяет четко сформулировать его цель. На наш взгляд, *цель анализа инвестиций* состоит в: объективной оценке потребности, возможности, масштабности, целесообразности, доходности и безопасности осуществления краткосрочных и долгосрочных инвестиций; определении направлений инвестиционного развития компании и приоритетных областей эффективного вложения капитала; разработке приемлемых условий и базовых ориентиров инвестиционной политики; оперативном выявлении факторов (объективных и субъективных, внутренних и внешних) влияющих на появление отклонений фактических результатов инвестирования от запланированных ранее и, наконец, в обосновании оптимальных инвестиционных решений, укрепляющих конкурентные преимущества фирмы и согласующихся с ее тактическими и стратегическими целями.

Выявление взаимосвязи и обоснование степени зависимости между капитальными и финансовыми вложениями в рамках единого анализа инвестиций рекомендуется проводить с использованием таких классификационных признаков, как цель, объекты, субъекты, виды и информационная база анализа, пользователи информации, длительность проведения аналитических мероприятий, применение методов и приемов анализа. Проведенные нами исследования позволяют сделать вполне определенные выводы. С одной стороны, различия в определении целей, объектов, в некоторой степени субъектов анализа, а также в длительности и масштабах проведения аналитических мероприятий дают нам основание выделять относительно самостоятельные направления АИ: *анализа долгосрочных инвестиций* и *анализа финансовых вложений*. С другой стороны, речь идет об взаимозависимых экономических явлениях, объединенных в общем инвестиционном процессе и, кроме того, схожесть информационной базы анализа, пользователей информации, его видов, основных подходов в организации и методике объединяет эти два направления в рамках единой концепции в понимании сущности и содержания анализа инвестиций.

Своеобразным оством, на базе которого формируется система взглядов на изучаемое явление, а в последствии и организационно-методические основы лю-

бого исследования выступают исходные положения конкретной науки или ее направления (принципы). Основополагающими принципами анализа инвестиций, на наш взгляд, являются *объективность* результатов, полученных на основе проведенных исследований, *их научная обоснованность, системность и комплексность* аналитических мероприятий, *существенность и оптимальность* для принятия рациональных управленческих решений, принцип *выделения ведущего звена* (при отборе наиболее приемлемых вариантов в портфель инвестиций), *оперативность* получения выходных аналитических данных, *количественная определенность, вариантность, ясность и сопоставимость (сравнимость)* результатов анализа. Более подробно хотелось бы остановиться на таком важнейшем общеметодологическом принципе АИ как системность.

Выполнение этого исходного положения представляет анализ инвестиций в качестве единого целого - системы, охватывающей в себе логически взаимосвязанные составные элементы более низкого порядка, и в тоже время, являющейся неотъемлемой частью системы более высокого уровня, в которой АИ взаимодействует с остальными подсистемами. Рассмотрение каждого объекта АИ в качестве системы, исследование его логической целостности и выявление многообразных типов связей внутри этого объекта лежат в основе *системного подхода* (СП) как одного из направлений методологии научного познания. Существуют множество взглядов о реализации системного подхода в экономическом анализе. Одна из распространенных точек зрения в отношении этапов проведения анализа, основывающегося на СП, нашла отражение в работах российских ученых-экономистов М.И. Баканова и А.Д. Шеремета [1]. Они выделяют следующие шесть *этапов проведения системного анализа*: объект исследования представляется в качестве системы, для которой определяют цели и условия функционирования; разработка системы синтетических и аналитических показателей; составление схемы системы; классификация показателей и факторов, определение взаимосвязей между ними; построение модели системы, с использованием ранее полученной информации; работа с моделью, формирование выводов и аналитическое обоснование оптимальных управленческих решений.

Необходимость использования системного подхода в анализе долгосрочных инвестиций возникает, на наш взгляд, в случаях когда: решение проблемы (потребности в инвестировании капитала) предусматривает увязку различных целей (расширение производства, привлечение финансовых ресурсов, обновление основных фондов, получение прибыли, достижение нормативного показателя рентабельности, создание рабочих мест, удовлетворение потребностей рынка, увеличение доходной части бюджета и пр.) со множеством возможных альтернатив их достижения (вариантов капиталовложений, условий финансирования); осуществляется строительство (организация) новых производств; принимаются решения в условиях риска и неопределенности; требуется обоснование долгосрочных управленческих решений (более 1 года); возникает потребность в большом объеме информации; требуется координация усилий множества различных подразделений, отделов и служб компании. Первым шагом системного анализа является определение системы путем четкого представ-

ления следующих ее составляющих: *объекта исследования* (отдельное мероприятие, инвестиционный проект, комбинация капиталовложений, внутренняя и внешняя среда инвестирования), *субъекта исследования* (финансовый аналитик, менеджер, учетно-финансовые службы, эксперты, внешние и внутренние пользователи информации), *целей и задач* (корпоративные цели - специфические цели инвестирования - задачи конкретным службам и подразделениям, ответственным за их исполнение), *языка* (комплекс понятий и взаимосвязей между ними, классификация объекта исследования, символы и знаковая система, грамматика, семантика).

При определении системы и представлении ее в качестве единого целостного невозможно обойтись без понятия структуры. Структура системы позволяет упорядочить индивидуальные ее элементы и отношения (взаимосвязи) между ними по какому-либо одному признаку. При этом система представляет собой определенную ступенчатую иерархическую конструкцию. На наш взгляд, анализ инвестиций может быть представлен, с одной стороны, как неотъемлемая часть системы более высокого уровня, с другой стороны как целостная система, обладающая собственной внутренней структурой. Такое системное понимание анализа инвестиций позволяет выстроить следующую иерархическую конструкцию (см. рис. 1).

Ответ на вопросы, какое место занимает анализ инвестиций и какая схема его взаимодействия с другими модулями (блоками) КЭА, представляется далеко не однозначным. На наш взгляд, здесь можно рассматривать как минимум два подхода. Первый основывается на рассмотрении АИ в качестве самостоятельного блока, в котором исследуется весь комплекс сложных вопросов, связанных с обоснованием финансовых и капитальных вложений. Второй подход предполагает разделение задач поставленных перед АИ между прочими составляющими КЭА, тем самым не выделяя его в самостоятельное направление (например, в блоках анализа технико-организационного уровня производства и анализа использования основных фондов).

По нашему глубокому убеждению второй подход в условиях рыночной экономики и жесткого конкурентного окружения ошибочен и ведет к недооценке значимости инвестиционной деятельности в процессе повышения эффективности производственно-финансовой деятельности хозяйствующих субъектов. АИ должен быть представлен как целостный структурно-обособленный раздел, организационно взаимосвязанный с другими блоками КЭА и занимающий одно из определяющих мест в обеспечении успешного развития всей коммерческой организации. Схема отдельных блоков в системе КЭА, представленная на рис. 2, отражает именно эту точку зрения.

В качестве обоснованной аргументации в пользу данной структуры КЭА можно выдвинуть следующие доводы. Предопределяющим степень инвестиционной активности хозяйствующего субъекта служит уровень его финансовой устойчивости. Отсюда взаимосвязь между *блоком 10* и *блоком 11*. Очевидно, что это влияние связано с оценкой кредитоспособности потенциального заемщика (возможностями привлечения компанией дополнительного капитала в зависимости от ее кредитного рейтинга), наличием собственных финансовых ресурсов, уровня финансового риска, анализом эффек-

тивности текущей (операционной) деятельности и оборачиваемости кредиторской задолженности. Не менее важными причинами побуждающими коммерческую организацию целенаправленно осуществлять капиталовложения является стремление добиться преимуществ в уровне затратоемкости выпускаемой продукции (инвестиции в снижение издержек производства) и в масштабах деятельности (в частности, в объемах реализации продукции). Кроме того, важнейшими составляю-

щими самого анализа капитальных вложений являются показатели планируемого сбыта продукции (ответ на вопрос: будут ли покупать и в каком количестве - стоит на первом месте при определении величины проектного денежного потока) и ее себестоимости. Все это подтверждает прямую зависимость между разделом "Анализ инвестиций" и блоками 7 и 8.

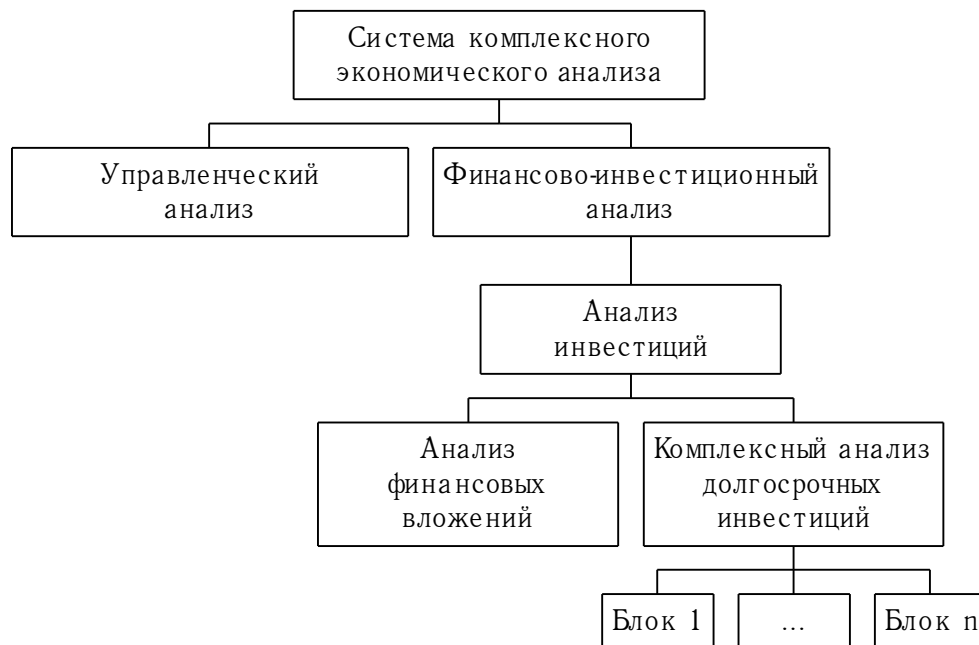


Рис. 1. Реализация системного подхода в анализе инвестиций

Принято считать, что целью коммерческой организации является получение прибыли. В качестве одного из источников получения операционных результатов служат доходы полученные от осуществления финансовых вложений. С другой стороны прибыль выступает важнейшим источником финансирования инвестиционной деятельности. Отсюда взаимосвязь между блоком 9 и блоком 11. Выживание коммерческой организации в условиях конкурентного окружения зависит также от качественного уровня выпускаемой продукции, ее обновляемости и соответствия постоянно изменяющимся вкусам потребителей. Другими словами от предприятия требуется постоянно затрачивать значительные капиталовложения в разработку новых видов продукции и в улучшение качественных характеристик ранее выпускаемых товаров. Этим во многом и определяется взаимосвязь между оценкой эффективности инновационного развития и анализом инвестиций. Другим фактором, определяющим объемы реализации долгосрочных инвестиций, служит объективная потребность приведения производственной базы в соответствие современному уровню научно-технического и технологического развития (блок 2). Именно эти проблемы и формируют круг задач по оценке целесообразности инвестиций в техперевооружение предприятия, обновление и модернизацию его изношенного оборудования.

Взаимосвязь между блоками 11 и 12 более чем очевидна. Финансовые менеджеры постоянно стоят перед выбором: наращивать (сохранять) производственно-экономический потенциал компании или направлять

имеющиеся средства на потребление. Необоснованно принятые решения могут привести к снижению инвестиционной активности (вследствие уменьшения собственных средств финансирования поступающих в фонд накопления), падению производительности труда и росту текучести высококвалифицированных кадров (из-за снижения уровня материального стимулирования), снижению инвестиционной привлекательности на рынке капиталов (сокращение размера дивидендных выплат приведет к снижению курса обыкновенных акций компании) и пр. Таким образом, оптимизация инвестиционных решений должна быть поставлена в тесную зависимость от результатов анализа и оценки состояния и динамики экономического стимулирования развития производства, повышения производительности труда и эффективности дивидендной политики.

Наконец, взаимосвязь блока 11 с обобщающими показателями эффективности производственно-финансовой деятельности в очередной раз подтверждает вывод о том, что масштабы и эффективность инвестиционной деятельности оказывают прямое воздействие на результативность функционирования коммерческой организации.

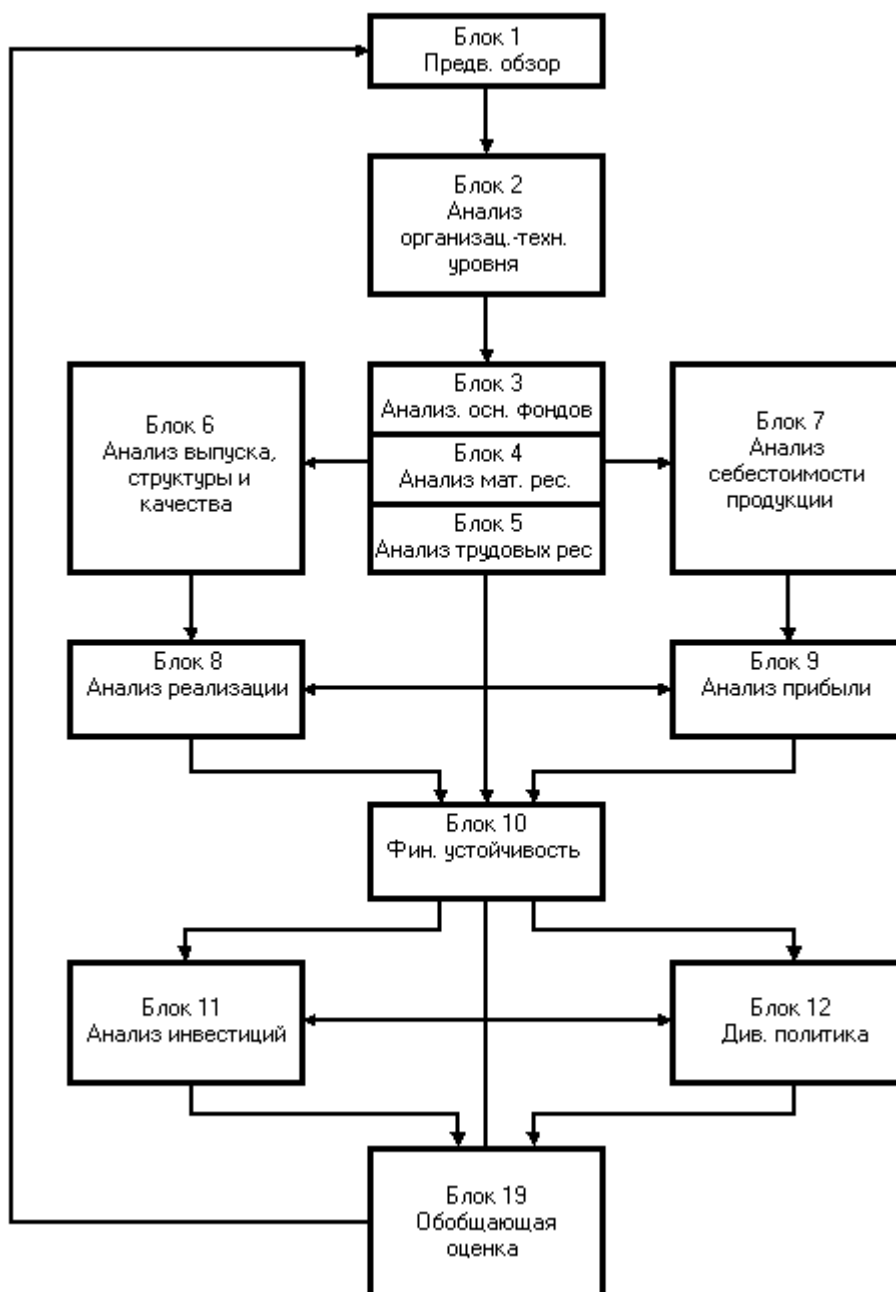


Рис. 2. Общая схема и взаимосвязь отдельных блоков в системе комплексного экономического анализа коммерческих организаций (КЭА)

В ходе исследования синтетических и аналитических показателей анализа долгосрочных инвестиций возникает объективная потребность в определении взаимосвязей между основными их группами, разработки схемы и последовательности проведения их анализа как совокупности локальных анализов и вывода результатов анализа каждой группы показателей на обобщающие показатели оценки социально-экономической эффективности долгосрочных инвестиций. Используя системный подход в АИ, попытаемся представить анализ долгосрочных инвестиций не только как часть структуры более высокого уровня, но и как целостную систему,

объединяющую в себе логически взаимосвязанные между собой и направленные на достижение единой цели составные элементы (блоки). При этом каждый элемент этой системы можно будет представить в качестве подсистемы взаимосвязи синтетических и аналитических показателей. Обобщающие (синтетические) показатели каждого блока являются с одной стороны выходом для этого блока, с другой стороны будут играть роль входа для взаимосвязанных с ним блоков. Разработанная нами схема отдельных блоков и механизм взаимодействия различных обобщающих показателей в системе комплексного анализа долгосрочных инвестиций (КАДИ) представлены на рис. 3.

Многообразие факторов (внешних и внутренних), от которых в той или иной степени зависит успех или неудача реализации инвестиционной программы любого хозяйствующего субъекта заставляют комплексно использовать в аналитических исследованиях параметрические, социально-экономические, финансовые, маркетинговые и экологические показатели.

Через определение стратегических целей инвестиционной деятельности, согласующихся с общей концепцией развития компании, осуществляется поиск конкретных направлений вложения капитала и обоснование потребности реализации данных мероприятий (блок 1 - блок 2). По завершению аналитического обоснования размера инвестиций следует обратиться к реализации чрезвычайно важного вопроса о финансировании конкретного варианта капиталовложений. Эта проблема должна рассматриваться в двух аспектах. Во-

первых, менеджеру-аналитику необходимо реально оценить возможности реализации проекта исходя из фактического объема собственных средств и ожидаемого поступления средств заемного финансирования, величина которых, как правило, оговаривается в бюджете капиталовложений. На этом же этапе необходимо обосновать оптимальную структуру средств финансирования долгосрочных инвестиций (блок 3). Во-вторых, одновременно с проблемой обоснования структуры капитала аналитик сравнивает различные его компоненты по величине финансовых издержек, связанных с обслуживанием того или иного источника. Другими словами, в рамках оценки инвестиционной привлекательности каждого варианта капиталовложений требуется проведение анализа цены инвестированного капитала (блок 4).

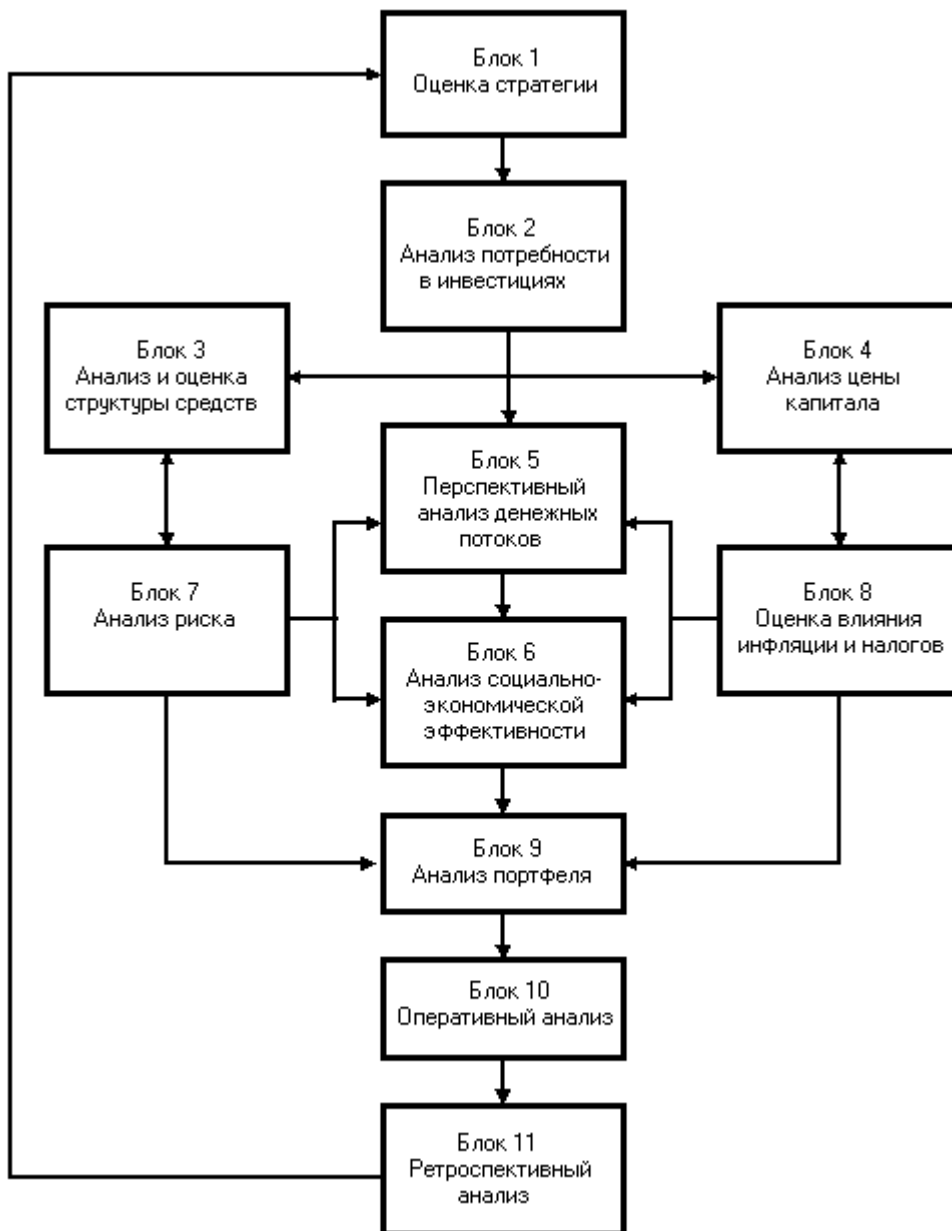


Рис. 3. Схема взаимосвязи отдельных блоков комплексного анализа долгосрочных инвестиций (КАДИ)

Конкретные направления инвестирования, его масштабы, технические условия и отраслевая принадлежность во многом определяют качественные, количественные и временные параметры проектного денежного потока. Справедливости ради следует отметить, что перспективный анализ и оценка проектных денежных потоков (блок 5) занимают центральное место во всем анализе долгосрочных инвестиций. От точности и объективности полученных результатов (выходных данных по блоку 5) по сути дела зависит дальнейшая судьба разрабатываемого проекта. Обобщая практику аналитического обоснования промышленных проектов на российских и зарубежных компаниях можно прийти к заключению, что на получение требуемых аналитических показателей денежного потока уходит до двух трети всех затрат времени, а следовательно и финансовых

издержек по оценке эффективности инвестиционного предложения. Используя количественные и качественные параметры будущего денежного потока менеджеры проводят оценку обобщающих показателей эффективности реализации предложенных капиталовложений. На их основе, принимая во внимания соответствующую степень риска (блок 7), уровень инфляции и налогообложения (блок 8), администрация коммерческой организации принимает решение - осуществлять ли конкретный проект или отвергнуть его? В том случае, если при наличии ограниченного инвестиционного бюджета возникает проблема выбора нескольких проектов из списка возможных альтернатив, в рамках анализа инвестиций предусматривается проведение анализа портфеля инвестиций (блок 9).

На этапах инженерно-технического проектирования, строительства, эксплуатации и ликвидации проекта для обеспечения своевременного регулирования программы финансирования, планов маркетинга и производства осуществляется оперативный и ретроспективный анализ инвестиций. Он призван выявить «узкие места» и не предусмотренные отклонения от основных (контрольных) показателей. По его результатам менеджеры корректируют дальнейший ход реализации проекта или, если изменяются базовые условия инвестирования (маркетинговые, производственные, макроэкономические, социальные, экологические, финансовые и пр.), вносят изменения в инвестиционную политику. Благодаря этому обеспечивается своевременный контроль инвестиционной деятельности и снижение возможных потерь в будущих периодах.

Последовательность комплексного анализа долгосрочных инвестиций (идти ли от анализа частных показателей к обобщающим или, наоборот, исследовать причины получения тех или иных результативных показателей при помощи анализа оказавших на них влияние внешних и внутренних факторов) зависит от поставленных перед аналитиком конкретных целей и задач. Согласно этим установкам в исследовании разнообразных сторон процесса долгосрочного инвестирования используются различные виды экономического анализа. На схеме КАДИ выделяются перспективный (прогнозный, предварительный) анализ (последовательность проведения: начиная с блока 1 по блок 9), оперативный анализ (блок 10) и текущий (ретроспективный) анализ (блок 11).

Одним из этапов проведения системного анализа является выявление взаимосвязей между обобщающими показателями, комплексно характеризующими объект исследования. В табл. 1 нами предпринята попытка выявить наиболее существенные взаимосвязи между отдельными блоками на схеме КАДИ в виде зависимостей обобщающих показателей анализа долгосрочных инвестиций.

Между показателями анализа долгосрочных инвестиций существуют *прямые* и *обратные зависимости*, *явные (функциональные)* и *неявные (стохастические)* связи. Проиллюстрируем это утверждение на конкретных примерах. Рост срока окупаемости (факторный признак) свидетельствует об относительном росте проектного риска (результативный признак) - прямая зависимость. В тоже время рост годовой ставки

инфляции влечет за собой снижение чистой текущей стоимости - обратная зависимость. Аналогичные примеры можно привести в отношении функциональной и стохастической зависимости. В первом случае показатели экономической эффективности находятся в жестко детерминированной зависимости от качественных и количественных параметров проектного денежного потока. Во втором случае стандартному отклонению портфеля инвестиций соответствует множество значений его ожидаемой рентабельности. Изучение зависимостей между обобщающими показателями в анализе долгосрочных инвестиций играет чрезвычайно важную роль. От степени объективности и правильности установленного финансовым аналитиком типа связи зависит выбор метода анализа, объем необходимой для его проведения информации, количественная оценка влияния факторов на изменение результативного показателя, выявление из всей совокупности факторов тех из них, которые в наибольшей степени воздействуют (определяют) на состояние объекта исследования в предстоящих периодах.

Обобщая результаты исследования теоретико-методологических проблем анализа долгосрочных инвестиций необходимо отметить следующие ключевые моменты. Обоснование отличительных особенностей и общих организационно-методических подходов позволяет утверждать о выделении в составе АИ двух, в существенной степени, взаимосвязанных направлений исследования: анализа долгосрочных инвестиций (капиталовложений в реальный сектор экономики) и анализа финансовых вложений. Разработка научных основ АИ включала в себя помимо выявления существенных характеристик и содержания этого экономического явления, формулирование общеметодологических принципов и поиск возможностей для реализации системного подхода. В частности, разработка системы комплексного анализа долгосрочных инвестиций, определение места и значимости анализа инвестиций в КЭА, а также оценка механизма взаимодействия и идентификация различных связей (функциональных и стохастических, прямых и обратных) между обобщающими показателями КАДИ имеют, на наш взгляд, чрезвычайно важную роль в формировании логически завершенной целостной концепции АИ, выступающего в качестве самостоятельного научного направления в рамках экономического (финансового) анализа.

Таблица 1

Определение взаимосвязей между обобщающими показателями комплексного анализа долгосрочных инвестиций

Зависимости между обобщающими показателями КАДИ (условные обозначения)			Взаимосвязь между блоками на схеме КАДИ		
Первый показатель		Второй показатель	Первый блок		Второй блок
A1	A2	A3	1	2	3
1. Потребность в инвестировании	®	Объем средств финансирования (СК + ЗК)	Блок 2	®	Блок 3
2. Финансовый рычаг (FI)	®	Средняя взвешенная цена капитала (WACC) или проектная дисконтная ставка (r)	Блок 3	®	Блок 4
3. Направления инвестирования и размер капиталовложений (I)	®	Стандартное отклонение проектной рентабельности (s)	Блок 1 и 2	®	Блок 7
4. Финансовый рычаг (FI)	®	Рентабельность собственного капитала (ROE)	Блок 3	®	Блок 6
5. Финансовый рычаг (FI)	®	Величина проектного денежного потока (CF)	Блок 3	®	Блок 5
6. Финансовый рычаг (FI)	®	Коэффициент финансового риска (K _{FR})	Блок 3	®	Блок 7

Зависимости между обобщающими показателям КАДИ (условные обозначения)			Взаимосвязь между блоками на схеме КАДИ		
Первый показатель		Второй показатель	Первый блок		Второй блок
A1	A2	A3	1	2	3
7. Beta- коэффициент (β)	®	Проектная дисконтная ставка (r)	Блок 7	®	Блок 4
8. Уровень инфляции (i) и налогообложения (tax)	®	Средняя взвешенная цена капитала (WACC)	Блок 8	®	Блок 4
9. Уровень инфляции (i) и налогообложения (tax)	®	Финансовый рычаг (FI)	Блок 8	®	Блок 3
10. Уровень инфляции (i) и налогообложения (tax)	®	Величина проектного денежного потока (CF)	Блок 8	®	Блок 5
11. Уровень инфляции (i)	®	Чистая текущая стоимость (NPV)	Блок 8	®	Блок 6
12. Уровень инфляции (i)	®	Уровень систематического риска, безрисковая ставка рентабельности (K_{RF}), доходность рыночного портфеля (K_m), beta- коэффициент (β)	Блок 8	®	Блок 7
13. Стандартное отклонение портфеля инвестиций (s_p)	® ¬	Ожидаемая рентабельность портфеля (\hat{r}_p)	Блок 7	® ¬	Блок 6
14. Общий риск компании	®	Величина проектных денежных потоков (CF)	Блок 7	®	Блок 5
15. Проектный риск	® ¬	Срок окупаемости (PB)	Блок 7	® ¬	Блок 6
16. Величина и сроки получения денежного потока (CF)	®	Результативность проекта (NPV , PB , IRR и пр.)	Блок 5	®	Блок 6
17. Целевой показатель эффективности (NPV , PB , IRR и пр.)	®	Санкционирование проекта	Блок 6	®	Блок 9
18. Дефицит требуемых средств финансирования ($CK + ЗК$)	®	Порядок распределения ограниченного капитала среди альтернативных инвестиционных проектов	Блок 3	®	Блок 9
19. Коэффициент корреляции (r_{AB})	®	Доля проекта в составе оптимального портфеля инвестиций (d_A)	Блок 7	®	Блок 9
20. Стратегические цели и приоритеты инвестирования	®	Формирование портфеля инвестиций с использованием аналитических процедур капитального нормирования	Блок 1	®	Блок 9
21. Анализ выполнения инвестиционного бюджета и выявление причин отклонения запланированных показателей от фактически полученных	®	Корректировка инвестиционной политики на предстоящие периоды	Блок 10 Блок 11	® ®	Блок 11 Блок 1

Литература

1. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа. - М.: Финансы и статистика, 1995. - с. 218 -225