

7. Папирян Г.А. Менеджмент в индустрии гостеприимства: (отели и рестораны). – М.: ОАО "НПО "Изд-во "Экономика", 2000. – 207 с.
8. Туризм и гостиничное хозяйство. Учебник / Под ред. проф., д.э.н. Чудновского А.Д. – М.: Ассоциация авторов и издателей "Тандем". Издательство ЭК МОС, 2001. – 400 с.
9. Яновська Н., Філатов С. Туризм: організація і облік. – 3-тє вид., перероб. – Х.: Фактор, 2002. – 220 с.

**Мальшенко В.**  
**АНАЛИТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНКИ РИСКА ИНВЕСТИРОВАНИЯ В РАМКАХ**  
**УПРАВЛЕНИЯ ПРОЕКТНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ**  
**(НА ПРИМЕРЕ ПРЕДПРИЯТИЙ САНАТОРНО-КУРОРТНОГО КОМПЛЕКСА ЮЖНОГО**  
**БЕРЕГА КРЫМА)**

**Summary**

*This article is devoted to questions of perfection of a technique of decrease in investment risk at realization of investment projects in a sanatorium complex. As a result of the lead research the most comprehensible are allocated in modern conditions of the Ukrainian economy methods of decrease and management of investment risks, necessity popularization of modern and foreign experience in the given area is proved.*

**I. Вступление.** Наиболее важной проблемой в современных условиях для предприятий санаторно-курортного комплекса Южного берега Крыма, как и у многих украинских предприятий, является привлечение и реализация инвестиций. Под реализацией в данном аспекте понимается быстрая их окупаемость, которая тесно связана с уровнем эффективности (доходности) и риска. Учитывая процесс интеграции в Европейский союз, предполагающий введение международных стандартов обслуживания отдыхающих (у большинства крупных предприятий ЮБК разработаны программы введения новых норм в ближайшем будущем), постоянное повышение требований к обслуживанию отдыхающих из ближнего зарубежья, а также достаточно ограниченные инвестиционные ресурсы украинских предприятий - остро встает вопрос финансирования проектов реорганизации, переоборудования и т. п. предприятий санаторно-курортного комплекса.

**II. Постановка задания.** Цель разработки методов управления инвестиционным риском является их высокая унификация, предполагающая возможность широкого применения на большинстве предприятий санаторно-курортного комплекса. На первом этапе должны быть отобраны наиболее простые в применении и эффективные методы минимизации проектных инвестиционных рисков. В дальнейшем предполагается формирование отдельных, специфичных систем управления риском инвестирования, учитывающих особенности отдельных предприятий (размер предприятия, специализация, финансовое положение, источники инвестирования). Высокий риск долгосрочного инвестирования и относительно низкая его эффективность значительно ограничивает привлечение банковского капитала в целях финансирования проектов. Применение же современных методов анализа инвестиционных рисков позволяет значительно их сокращать, точнее рассчитывать окупаемость и т. п.

**III. Результаты.** При решении поставленной задачи автором статьи были использованы материалы научного сотрудничества с учеными-практиками европейского союза в рамках осуществления проекта TEMPUS-TACIS в Крымском Государственном гуманитарном институте (PROJECT N° CD-JEP-22044-2001/UKR MANAGEMENT DES ORGANISATIONS ET GESTION DES RESSOURCES HUMAINES EN CRIMEE 15 Avril 2002-14 Avril 2005) и данных инвестиционной программы типичного предприятия санаторно-курортного комплекса санатория ООО "Дельфин - Черноморский".

В соответствии с определением потерь в предпринимательской сфере и установленных наиболее значимых из них для базового предприятия настоящим исследованием, вся система современных методов и моделей управления рисками была критически оценена с точки зрения возможности их применения на ООО "Дельфин - Черноморский" в конкретных условиях места и времени. Такими методами являются большинство методов корректировки уровня доходности инвестиций (например, на основе учета коэффициентов инфляции).

Причинами низкой применимости других, популярных на западе методов являются следующие:

- многие методы требуют использования специальных компьютерных программ (а в некоторых случаях, учитывая специфику предприятий санаторно-курортного комплекса - их создания) и работы специалистов высокой квалификации, что предполагает значительные материальные и временные затраты, причем без гарантии результата высокой степени достоверности.

- проект уже запущен и большинство важнейших параметров уже установлено (это такие как величина денежного потока, время окупаемости и реализации проекта, начальная сумма инвестиций);

- альтернативные проекты отсутствуют, так как инвестирование уже находится на стадии реализации, расчет альтернативных проектов и переход на какой либо из них программы инвестирования вызовет увеличение риска, а не его снижения из-за роста непроизводительных затрат;

- реализация проекта осуществляется на основе неполной (неточной) информации, о чем свидетельствует достаточно приближенный расчет расходов деятельности предприятия по годам (табл. 1);

Учитывая вышесказанное основным направлением снижения риска инвестирования по долгосрочной инвестиционной программе санатория "Дельфин - Черноморский" должны быть методы не пересмотра проекта и его высокотехнологичного пересчета (как, например, в случае имитационного моделирования), а методы простые в использовании, позволяющие снизить риск объективно и эффективно, в реальном масштабе времени. К таким методам можно отнести большинство методов корректировки уровня доходности инвестиций и скорости их окупаемости (например, на основе учета коэффициентов инфляции). Именно эти методы легли в основу реального совершенствования системы сокращения инвестиционного

риска базового предприятия.

Инфляция искажает результаты анализа эффективности долгосрочных инвестиций. Основная причина заключается в том, что амортизационные отчисления рассчитываются исходя из первоначальной стоимости объекта, а не его стоимости при замене. В результате при росте дохода одновременно с ростом инфляции увеличивается налогооблагаемая база, так как сдерживающий фактор - амортизационные отчисления - остается постоянным. Вследствие чего реальные денежные потоки отстают от инфляции. Чтобы проиллюстрировать это, рассмотрим пример расчета величины денежных потоков с учетом инфляции на примере прогнозной реализации плана инвестирования ООО "Дельфин - Черноморский" в перспективе на 10 лет. Ожидается, что при этом будут иметь место следующие денежные потоки, табл. 1.

**Таблица 1.** Исходные данные инвестиционной программы ООО "Дельфин - Черноморский" в перспективе на 10 лет

Год	Выручка (за вычетом НДС)	Текущие затраты (исключая налоги)	Амортизация	Валовая прибыль (гр.2-гр.3-гр.4)	Налоги (зависящие от величины выручки, %)	Чистая прибыль (гр.5-гр.6)	Денежный поток после налогообложения (гр.7+гр.4)
1	6126	2490	700	2936	175 (6%)	2761	3461
2	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643
3	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643
4	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643
5	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643
6	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643
7	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643
8	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643
9	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643
10	8751	1858	775	6118	250 (4.1%)	5868	6643

Рассмотрим теперь ситуацию, когда присутствует инфляция, уровень которой 7% в год, и ожидается, что денежные накопления будут расти вместе с инфляцией теми же темпами (7% в год соответствует наиболее распространенному среднегодовому уровню инфляции американского доллара, вся инвестиционная программа ООО "Дельфин - Черноморский" рассчитана именно в этой валюте). В этом случае расчет денежных потоков представим в табл. 2. По абсолютной величине эти потоки больше, чем рассматривавшиеся ранее; их необходимо продефлировать на уровень инфляции, для нахождения реальной величины.

После дефлирования они будут выглядеть следующим образом, табл. 3.

Как видно из данных табл. 2, реальные денежные потоки меньше расчетных потоков, которые в инвестиционной программе установлены одинаковыми на уровне 6643 тыс. USD, и они устойчиво уменьшаются с течением времени. Как уже указывалось, причина в том, что амортизационные отчисления не изменяются в зависимости от инфляции, поэтому все возрастающая часть прибыли становится объектом налогообложения.

Вместе с тем, вновь отметим, что приведенный пример носит весьма условный характер, т.к. индексы инфляции на продукцию предприятия и потребляемое им сырье могут существенно отличаться от общего индекса инфляции.

Наиболее корректной является методика, предусматривающая корректировку всех факторов, влияющих на денежные потоки инвестиционных проектов.

С помощью таких пересчетов исчисляются новые денежные потоки, которые и сравниваются между собой с помощью показателя NPV.

Необходимо сразу же отметить, что в инвестиционной программе развития санатория "Дельфин - Черноморский" не предусмотрено дисконтирование денежных потоков, что является грубейшим нарушением методики обсчета инвестиций, приводящее к значительному повышению уровня риска невозврата инвестиций, либо к значительному искажению эффективности инвестирования и удлинению срока окупаемости инвестиций.

Произведем оценку проекта без учета и с учетом инфляции. Расчет представлен в табл. 4. Знак \* означает установления коэффициента дисконтирования с учетом инфляции и по первому варианту, расчет по которому осуществляется следующим образом:  $1.05 * 1.03 = 1,0815$ , или 8,15 %, где 1.05 - коэффициент дисконтирования по ставке доходности 5 %.

Уровень процента (5%) взят как минимальный для инвестиционных программ в Украине, он должен быть выше уровня доходности от хранения денег на долгосрочном банковском депозите (в USD) иначе инвестирование теряет смысл.

Индекс инфляции установим также минимальный для USD - 3% (в коэффициентах это составляет 1.03).

Знак \*\* означает установление коэффициента дисконтирования с учетом инфляции по первому варианту, расчет по которому осуществляется иным образом, а именно:

$$0,05 + 0,03 = 0,08 \text{ или } 8\%.$$

Второй вариант (с 8%) также широко применим на практике при анализе риска инфляции инвестиционных проектов.

Как видно из расчетной табл. 4, при отсутствии инфляции проект целесообразно принять, т.к. NPV =

12677,21 тыс. USD. Расчет, сделанный с учетом инфляции по двум вариантам, также дает положительные результаты, хотя окупаемость проекта происходит лишь на последних 2 года, и в большинстве развитых странах принятие такого проекта было бы под большим вопросом. Поднятие коэффициента дисконтирования до уровня 15% (даже без учета инфляции) который в Украине считается достаточным для большинства коммерческих проектов, превращает его в глубоко убыточный, расчет произведен в табл. 5.

**Таблица 5.** Расчет чистой стоимости (NPV) проекта при 15 % дисконтирования

Годы	Расчет без учета инфляции		
	Коэффициент дисконтирования по ставке 5%	Денежный поток, тыс. USD	Дисконтированные члены денежного потока, PV
1	1	-15937	-15937
2	0,869	-11388	-9896,17
3	0,7561	6643	5022,772
4	0,6575	6643	4367,773
5	0,4971	6643	3302,235
6	0,4323	6643	2871,769
7	0,3759	6643	2497,104
8	0,3269	6643	2171,597
9	0,2842	6643	1887,941
10	0,2472	6643	1642,15
			NPV = -2069,83

Подводя итог можно отметить, что методики учета риска инвестирования на анализируемом предприятии не применяются. Такое положение дел само по себе является источником возникновения риска. Весь проект подвергается значительной опасности с точки зрения эффективности его осуществления. Менеджеры базового предприятия - санаторий "Дельфин - Черноморский" недооценивают роли дисконтирования денежных потоков и корректировки на процент инфляции. На предприятии среди руководства сложилось мнение о недостаточной важности всесторонней оценки проекта с учетом срока окупаемости, уровня рентабельности инвестиций и других факторов. Данное мнение достаточно распространено среди менеджеров предприятий санаторно-курортного комплекса, его можно считать типичным. Причина кроется в неточном понимании самих принципов самоокупаемости и самофинансирования, что является следствием достаточно живучих представлений о менеджменте и экономике с точки зрения командно-административного метода хозяйствования. На современном этапе задачи поиска финансовых ресурсов и эффективного их вложения должны быть равнозначными, чего в реальности мы не наблюдаем. Попрежнему основной задачей считается получение инвестиций, хотя потенциальных инвесторов прежде всего интересует срок окупаемости их капитала и его рентабельность. Наиболее точный расчет инвестиционной программы с минимальным риском, значительно облегчает получение средств из внешних источников. На анализируемом предприятии ООО "Дельфин - Черноморский" инвестиции запланировано осуществлять за счет собственных источников, но это не значит, что средства можно рассчитывать непозволительно приближенно, так как это чревато в будущем сложностями с образованием фондов предприятия, особенно амортизационного. Вполне возможна ситуация, когда через 15 - 20 лет на анализируемом предприятии не будет достаточно средств не только на финансирование новых инвестиций (строительство корпусов и их переоборудование), но даже на поддержание старых основных средств (фондов), которые требуют, учитывая престижный уровень предприятия, многомиллионных ежегодных ассигнований.

**IV. Выводы.** В соответствии с определением потерь в предпринимательской сфере и установленных наиболее значимых из них для базового предприятия настоящим исследованием, вся система современных методов и моделей управления рисками была критически оценена с точки зрения возможности их применения для типичного предприятия санаторно-курортного комплекса ООО "Дельфин - Черноморский" в конкретных условиях места и времени. Такими методами являются большинство методов корректировки уровня доходности инвестиций (например, на основе учета коэффициентов инфляции).

Наибольшим источником риска финансового краха предприятия ООО "Дельфин - Черноморский" является сама инвестиционная программа, достаточно приближенная, но предполагающая многомиллионные вложения на продолжительный период времени (10 лет). Расчет окупаемости инвестиций содержит ошибки счетного характера и не учитывает стоимость денег во времени (расчет произведен без дисконтирования денежных потоков), изменения налогового законодательства и инфляции. В настоящей работе предложены, как дополнение методики обсчета инвестиционного плана, методические совершенствования, позволяющие делать корректировку на уровень инфляции при определенном уровне рентабельности инвестиций.

Таблица 2.

Расчет денежных потоков инвестиционной программы ООО "Дельфин - Черноморский" с учетом инфляции

Год	Выручка	Текущие затраты	Амортизация	Валовая прибыль (гр.2-гр.3-гр.4)	Налоги (с учетом % обознач. в табл. 12)	Чистая прибыль (гр.5-гр.6)	Денежный поток после налогообложения (гр.7+гр.4)
1	2	3	4	5	6	7	8
1	$6126*1,07=6554,8$	$2490*1,07=2664,3$	700	3190,5	191,4	2999,1	3699,1
2	$8751*1,07^2=10019,0$	$1858*1,07^2=2127,2$	775	7116,7	291,8	6824,9	7599,9
3	$8751*1,07^3=10720,3$	$1858*1,07^3=2276,1$	775	7669,2	314,4	7354,8	8129,8
4	$8751*1,07^4=11470,8$	$1858*1,07^4=2435,4$	775	8260,4	338,7	7921,7	8696,7
5	$8751*1,07^5=12273,7$	$1858*1,07^5=2605,9$	775	8892,8	364,6	8528,2	9303,2
6	$8751*1,07^6=13132,9$	$1858*1,07^6=2788,3$	775	9569,6	392,3	9177,3	9952,3
7	$8751*1,07^7=14052,2$	$1858*1,07^7=2983,5$	775	10293,7	422,0	9871,7	10646,7
8	$8751*1,07^8=15035,8$	$1858*1,07^8=3192,4$	775	11068,4	453,8	10614,6	11389,6
9	$8751*1,07^9=16088,3$	$1858*1,07^9=3654,9$	775	11658,4	478,0	11180,4	11955,4
10	$8751*1,07^{10}=17214,5$	$1858*1,07^{10}=3655,0$	775	12804,5	525,0	12279,5	13054,5

Таблица 3.

	Год									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Реальный денежный поток, USD	$3699,1/1,07=357,1$	$7599,9/1,07^2=6638,0$	$8129,8/1,07^3=6636,3$	$8696,7/1,07^4=6634,6$	$9303,2/1,07^5=6633,0$	$9952,3/1,07^6=6631,6$	$10646,7/1,07^7=6630,2$	$11389,6/1,07^8=6628,8$	$11955,4/1,07^9=6502,9$	$13054,5/1,07^{10}=6636,2$

Таблица 4.

## Сравнительный анализ инвестиционной программы ООО "Дельфин - Черноморский" при различных расчетах окупаемости

Годы	Расчет первоначальны й (без учета дисконтирован ия и инфляции)	Расчет без учета инфляции			Расчет с учетом инфляции (вариант 1)			Расчет с учетом инфляции (вариант 2)		
		Коэффициент дисконтирован ия по ставке 5%	Денеж ный поток, тыс. USD	Дисконтиро ванные члены денежного потока, PV	Коэффициент дисконтирован ия по ставке 8,15 %*	Денеж ный поток, тыс. USD	Дисконтиро ванные члены денежного потока, PV	Коэффициент дисконтирования с учетом инфляции по ставке 8%**	Денеж ный поток, тыс. USD	Дисконтиро ванные члены денежного потока, PV
1	-15937	1	-15937	-15937	1	-15937	-15937	1	-15937	-15937
2	-11388	0,907	-11388	-10328,9	0,85496	-11388	-9736,28	0,85734	-11388	-9763,39
3	6643	0,86384	6643	5738,489	0,79053	6643	5251,491	0,79383	6643	5273,413
4	6643	0,8227	6643	5465,196	0,73096	6643	4855,767	0,73503	6643	4882,804
5	6643	0,7835	6643	5204,791	0,67587	6643	4489,804	0,68058	6643	4521,093
6	6643	0,7462	6643	4957,007	0,62494	6643	4151,476	0,63017	6643	4186,219
7	6643	0,71068	6643	4721,047	0,57785	6643	3838,658	0,58349	6643	3876,124
8	6643	0,67684	6643	4496,248	0,53430	6643	3549,355	0,54027	6643	3589,014
9	6643	0,64461	6643	4282,144	0,49404	6643	3281,908	0,50025	6643	3323,161
10	6643	0,61391	6643	4078,204	0,45681	6643	3034,589	0,46319	6643	3076,971
	25819			NPV = 12677,21			NPV = 6779,763			NPV = 7028,411

**Источники и литература**

1. Абрамов А. Э. Основы анализа финансовой, хозяйственной и инвестиционной деятельности предприятия. – М.: АКДИ "Экономика и жизнь", 1994.
2. Бернесс В., Хивранек П. Руководство по оценке эффективности инвестиций. – М.: ИНФРА-М, 1995.
3. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционного проекта Пер. с англ. / Под ред. Л. П. Белых, - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
4. Бланк Й. А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП "ИТЕМ" Лтд, 1995.
5. Бочаров В. Я. Инвестиционный менеджмент: управление инвестициями: Учеб. пособие. – Спб.: Изд-во ун-та экономики и финан-сов, 1995.
6. Ван Хорн Дж. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Под ред. И. И. Елисеевой. – М.: Финансы и статистика, 1996.
7. Введение в экономику инвестиций: Учеб. пособие / Под ред. О. Н. Трошина. – М.: Изд-во ИМЕЙ, 1995.

**Мамонтова О.**  
**ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СИСТЕМЫ КОНТРОЛЛИНГА В ПРОЦЕССЕ ПРИНЯТИЯ**  
**УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ С СЕЗОННОЙ**  
**ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ**

**Summary**

*In clause the questions of increase of efficiency of acceptance of the administrative decisions at the enterprises with seasonal activity with application of methods controlling are considered. For an illustration the example of acceptance of the decision about curtailing economic activity of the small industrial enterprise is used during decrease of volumes of realisation of production.*

Постановка проблемы. Развитие экономики Южного берега Крыма непосредственно связано с климатическими особенностями данного региона. Это значит, что приоритет отдается туристической и санаторно-курортной отраслям экономики, в целом представляющим сферу услуг. Производственная сфера на ЮБК представлена чаще всего предприятиями общественного питания и ресторанным бизнесом. Значительное место в экономике региона занимает виноградарство и виноделие.

В целом развитие всех предприятий ЮБК, не зависимо от отраслей экономики имеет некоторые общие черты:

- отсутствие крупных предприятий способствовало широкому развитию малого и среднего бизнеса;
- сезонность хозяйственной деятельности способствует работе предприятий не на полную мощность в период межсезонья и перегрузкам в период курортного сезона.

Анализ публикаций.

Вопросы применения системы контроллинга на отечественных предприятиях нашли отражение в монографиях Пушкар М.С. [7], Сухаревой Л.А., Петренко С.Н. [9], учебных пособиях Голова С.Ф. [3], под ред. Н.Г. Данилочкиной [5], под ред. Шеремета А.Д. [10], а так же статьях отечественных авторов: Гладких Н. [1], Глилицкой Л. [2], Килимнюк В. [4], Нападовской Л. [6], Скударь Г.М., Канурной З.Ф. [8], Шандовой Н.В. [11, 12].

Нерешенные ранее проблемы. Особенности развития предприятий ЮБК оказывают непосредственное влияние на организацию управленческой деятельности и принятие решений на исследуемых предприятиях, подверженных резким сезонным колебаниям спроса на свою продукцию или услуги.

В связи с доминированием в современной экономике частной и коллективной форм собственности возникает необходимость в повышении эффективности управленческой деятельности, так как собственники предприятия предъявляют свои требования к прибыльности хозяйственной деятельности предприятия. Для принятия и реализации эффективных управленческих решений важную роль играет своевременное получение менеджерами оперативной информации о деятельности предприятия. При этом использование методов контроллинга позволяет принимать эффективные управленческие решения на основе полученной информации операционного анализа.

Рассмотрим наиболее характерные ситуации использования методов контроллинга при принятии управленческих решений на предприятиях подверженных сезонным колебаниям спроса на производимую продукцию или предоставляемые услуги.

- Первым важным методом контроллинга, который позволяет уменьшить влияние сезонных колебаний спроса является применение метода калькулирования себестоимости "Директ-костинг";
- Вторым методом контроллинга является бюджетирование в основе которого лежит классификация затрат на постоянные и переменные;
- Третьим методом контроллинга, обобщающим два предыдущих метода при принятии решений, является проведение операционного анализа.

Цель статьи. В данной статье предпринята попытка использовать приведенные выше методы контроллинга на практике для принятия оптимальных управленческих решений в условиях сезонности хозяйственной деятельности.

Изложение основного материала. Предлагаемая к рассмотрению модель основана на использовании классификации затрат на постоянные и переменные и калькулировании себестоимости продукции, с применением метода «Директ-костинг». Малое предприятие, принятое за базу – Предприятие А, осуществляет производственную деятельность, при этом, ассортимент выпускаемой продукции очень широк. Как и у большинства отечественных производственных предприятий сферы малого бизнеса на данном предпри-