С. А. Терещенко
Донецкий национальный университет

МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Инвестиции являются определяющим фактором экономического развития любой страны. Необходимым условием стабилизации и дальнейшего экономического роста Украины является активизация инвестиционной деятельности отдельных субъектов хозяйствования, так как становление и полноценное функционирование рыночных механизмов, развитие предпринимательских структур, экономики и финансов страны в целом возможно лишь тогда, когда производственные предприятия за счёт внедрения инвестиционных проектов сегодня существенно повысят уровень получаемых прибылей.

Круг финансовых проблем инвестиционной деятельности предприятия ограничивается двумя вопросами: во-первых, это поиск источников формирования инвестиционных ресурсов; во-вторых, определение направлений их эффективного использования.

В настоящее время на практике применяются две методики оценки эффективности инвестиционных проектов:

- традиционная методика, показатели которой рассчитываются на основе первичных (не дисконтированных) денежных потоков;
- дисконтная методика, все показатели которой рассчитываются на основе денежных потоков, приведенных к настоящему времени путём дисконтирования.

Первая из двух методик сегодня не адекватна реальным финансовым показателям реализации инвестиционного проекта, так как она не учитывает изменения стоимости денег во времени (согласно этой методике денежные потоки, различные по времени поступления (использования), могут свободно сравниваться между собой), характер распределения денежных потоков во времени, доходов от возможного реинвестирования капитала, фактора инфляции при сравнении денежных потоков.

Дисконтная методика оценки эффективности инвестиционных проектов реализуется через расчет широко известных показателей: чистой приведенной стоимости проекта (NPV), индекса доходности (PI), внутренней нормы доходности (IRR) и периода окупаемости (PB).

Однако дисконтная методика оценки эффективности инвестиционных проектов, которая сегодня широко используется, также

не совершенна. Вызывает сомнение, прежде всего основной принцип, на котором базируется эта методика, — принцип приведения (путём дисконтирования) всех денежных потоков по проекту к настоящему времени. Рассчитанные таким способом показатели эффективности проекта не отвечают реальным финансовым результатам инвестиционного проекта.

Очевидно, существует проблема неадекватности существующих сегодня методов инвестиционного анализа. Принципиально новый методологический подход к решению этой проблемы базируется не на дисконтировании денежных потоков, а на их наращивании (компаудинге), то есть на приведении всех денежных потоков по проекту к будущей стоимости.

Компаудинговая методика оценки экономической эффективности инвестиционных проектов включает расчёт ряда показателей.

Конечный финансовый результат (FFE) самый демонстративный и даёт возможность получить самую общую характеристику результата инвестирования — его финансовый эффект в абсолютной сумме.

Рентабельность проекта (PPA) — это относительная величина конечного финансового результата от реального проекта. При помощи этого показателя можно сравнивать проекты, которые требуют разного объёма инвестиционных вложений. Если один проект имеет большую величину конечного финансового результата в сравнении с другим, это ещё не означает, что он эффективнее, так как потребуется значительно больший объём инвестиционных вложений. Самым эффективным является тот проект, который обеспечивает наибольший конечный финансовый результат на единицу инвестированного капитала. Проект будет прибыльным, если показатель PPA > 1. Этот показатель учитывает все принципы компаудинговой методики оценки эффективности инвестиционных ресурсов, кроме одного — срока жизни проекта, то есть не даёт возможности сравнивать проекты, которые имеют разные сроки жизни. Этот недостаток ликвидируется за счёт показателей AFE, CAR, ERR.

Показатель среднегодового финансового результата (AFE) — это абсолютное значение прибыли, которую обеспечивает инвестиционный проект в среднем за год. Этот показатель даёт возможность сравнивать проекты, которые имеют разные сроки жизни. Если один проект имеет больший объём конечного финансового результата, это ещё не означает, что он эффективнее в сравнении с другим, так как первый проект может обеспечить этот финансовый результат за значительно больший период вре-

мени, чем другой проект. Самый эффективный тот проект, который обеспечивает наибольший годовой (средний) финансовый результат. Среднегодовой финансовый результат имеет недостаток в том, что он абсолютный и не учитывает соотношения финансового результата проекта и объёма инвестированного капитала. Этот недостаток ликвидируется с помощью показателей CAR и ERR.

Среднегодовая рентабельность капитала (CAR) — это относительная величина среднегодового финансового результата, который приходится на единицу инвестированного в проект капитала. В этом показателе учтены все принципы компаудинговой методики оценки эффективности инвестиционных проектов. Он даёт возможность сравнивать проекты, которые имеют как разный срок жизни, так и разный объём инвестируемого капитала. Самый эффективный тот проект, который обеспечивает наибольший годовой финансовый результат на единицу инвестированного капитала. Проект будет прибыльным, если CAR > 0.

Расчётная доходность (ERR) также синтетический показатель, который учитывает все аспекты эффективности инвестиционного проекта. Расчётная доходность показывает годовую собственную (активную) доходность проекта. Показатель ERR равен сумме средневзвешенной стоимости капитала (или ставки наращивания доходов) (j) и годовой рентабельности капитала CAR (ERR = j + CAR). Проект будет прибыльным, если расчётная доходность ERR будет превышать средневзвешенную стоимость капитала j.

Период окупаемости проекта (RP) — это период, за который средства, которые были вложены в проект, полностью возвращаются. Это происходит тогда, когда сумма текущей прибыли от проекта, доходов от реинвестирования прибыли и амортизационных поступлений сравнивается с суммой осуществлённых инвестиций и начисленных на пассивы процентов. С этого момента проект будет приносить капитальную прибыль.

Существуют приблизительный и точный способы расчёта периода окупаемости инвестиционного проекта.

Приблизительный способ расчёта периода окупаемости инвестиционного проекта может привести к некорректному результату, если денежные потоки доходов инвестиционного проекта разделены во времени неравномерно. В этом случае необходимо применять только точный способ расчёта.

Период окупаемости, кроме того, может рассчитываться как для наращиваемых денежных потоков, так и для простых (не наращиваемых) денежных потоков. В последнем случае игнорируется концепция временной стоимости денег.

Недостаток этого показателя в том, что он не учитывает срок жизни проекта и распределение поступлений во времени. Один проект может иметь больший период окупаемости в сравнении с другим, однако это ещё не означает, что он менее эффективный, так как может принести значительно большие поступления средств после достижения момента окупаемости под конец функционирования проекта, чем другой проект, который имеет более короткий период окупаемости, но и незначительные поступления после достижения момента окупаемости. Кроме того, первый проект может иметь очень длительный период функционирования, в течение которого он может обеспечить значительные поступления доходов и окупиться несколько раз. Другой же проект может иметь короткий период окупаемости, но одновременно и короткий период жизни и принести незначительные поступления после достижения момента окупаемости.

Для проведения всесторонней оценки эффективности инвестиционных проектов представленные выше показатели должны применяться в комплексе, и лишь на этой основе можно осуществлять сравнение экономической эффективности нескольких инвестиционных проектов. Самым интегральным показателем является годовая рентабельность проектов CAR.

В целом следует отметить, что компаудинговая методика оценки экономической эффективности инвестиционных проектов учитывает все финансово-экономические процессы, которые происходят во время реализации инвестиционного проекта, и рассматривает денежные потоки по проекту. Потому она должна быть признана полностью адекватной, решая тем самым проблему неадекватности существующих сегодня методик инвестиционного анализа, и найти широкое применение на практике.

Литература

1. *Ластовченко И.В.* Некоторые финансовые аспекты инвестиционной деятельности предприятий. // Финансы Украины, № 2, 2001 г. — С. 105—110.

2. *Максименко Е.В.* Определение инвестиционных проектов при помощи критериев приоритетности. // Финансы Украины, №6, 1999 г. — С.79—87.

3. *Мизюк Б.М., Белей О.И.* Финансовые риски инвестиционных проектов. // Финансы Украины, № 10, 1999 г. — С. 122—129.

4. *Растяпин А.В.* Методика оценки экономической эффективности инвестиционных проектов. // Финансы Украины, № 2, 2001 г. — С. 111—118.