

АНАЛІЗ МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНКИ ЕКОНОМІЧНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

У процесі прийняття інвестиційних рішень щодо реалізації окремих альтернативних проектів вирішальну роль відіграє оцінка їхньої ефективності. Але, якщо питанням управління портфелем активів, методам аналізу і прогнозування ефективності гри на фінансовому ринку сьогодні приділяється багато уваги на сторінках різноманітних видань, то проблеми інвестицій в організацію виробництва нової продукції, будівництва або реконструкції підприємства, купівлю прав і ліцензій, не знаходили поки що адекватного відображення. В цей же час необхідність серйозного аналітичного підходу до прийняття рішень про реалізацію інвестиційних проектів для нас очевидна.

Звичайно, що методичний підхід до аналізу інвестицій істотно відрізняється від досліджень ефективності портфельних інвестицій. Якщо у другому випадку необхідний аналіз макроекономічних факторів, а рішення приймаються на рівні, наприклад, галузевих переваг, то дослідження, які торкаються інвестицій в конкретні реальні активи - це завдання мікроекономічного аналізу, оцінки власного проекту з точки зору його життєздатності і ефективності.

Які ж основні принципи підходів до оцінки інвестиційних проектів, які застосовуються у зарубіжній практиці?

Здійснення будь-якого реального інвестиційного проекту передбачає зв'язування (перетворення в очевидну форму) на відносно тривалий термін невизначеного обсягу фінансових ресурсів.

При цьому, ініціатор проекту може або використати власні кошти, або знайти партнерів, згідних розділити ризик на умовах участі в розподілі майбутніх прибутків ("участь в капіталі"), або звернутися до позичення коштів на умовах терміновості і повернення (кредити або позики). Відповідно, і критерії оцінки для різних його учасників будуть різні.

Так, для банку, який надає кредит, першопочаткову важливість має підтвердження можливості проекту по дотриманню умов кредитної угоди на протязі терміну його дії. З іншої сторони, для цього ж банку, який вже бере участь у фінансуванні проекту шляхом часткової участі в прибутку, стають істотні питання не тільки ліквідності, але й ефективності використання інвестованого капіталу.

Таким чином, можна виділити дві групи критеріїв, одна з яких втілює собою фінансову, а друга - економічну оцінку проекту. (див. мал. 1).

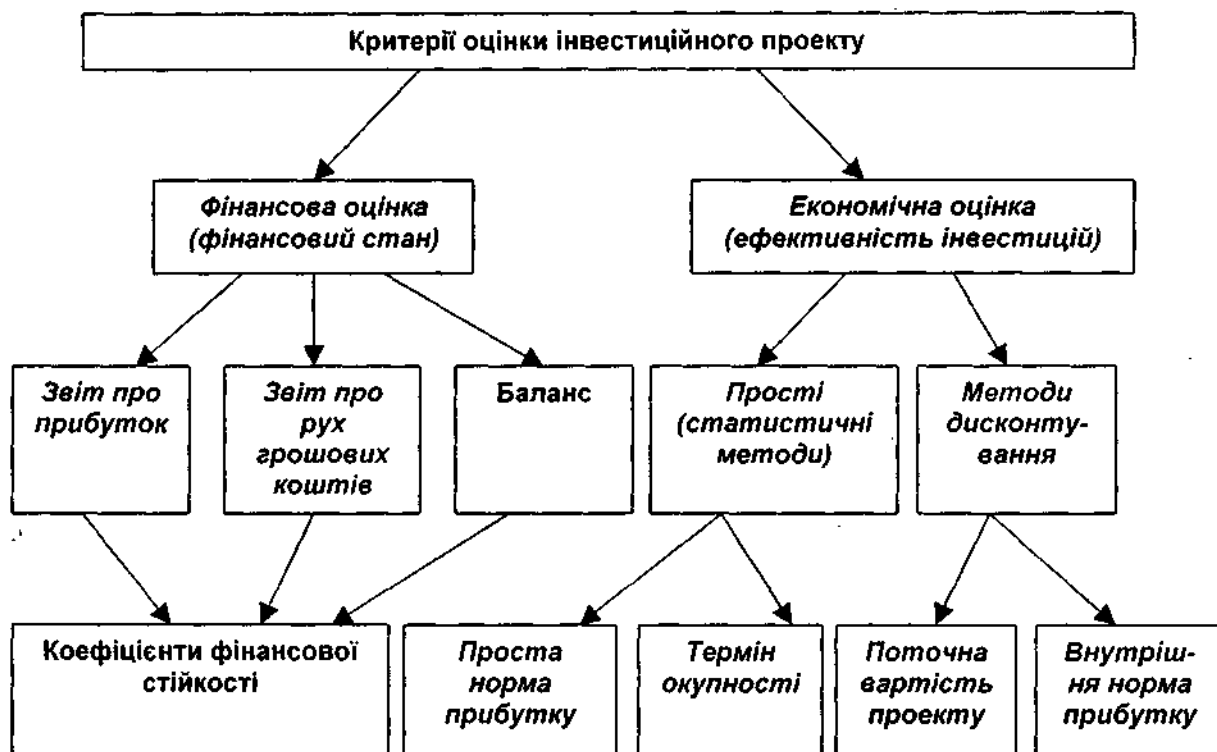
У світовій практиці при оцінці інвестиційних проектів використовується так званий бюджетний метод. Суть його полягає в тому, що весь термін життя проекту розбивається на часові відрізки (інтервали управління), кожен з яких розглядається окремо з точки зору співставлення припливів і відтоків (cashflows) грошових потоків. Цей підхід лежить в основі всіх відомих методик, які застосовуються в даний час на практиці, а саме на практиці ЮНІДО.

Основне завдання, яке вирішується при визначенні фінансової здатності проекту — оцінка його ліквідності. Під ліквідністю розуміють здатність проекту (підприємства) своєчасно і в повному обсязі відповідати по фінансових зобов'язаннях. Останні включають в себе виплати, пов'язані із здійсненням проекту.

З позиції бюджетного підходу, ліквідність означає невід'ємне сальдо балансу надходжень і платежів на протязі всього терміну проекту. Від'ємні значення нагромаджень суми грошових коштів свідчать про їх дефіцит. Недостаток грошових коштів для покриття всіх наявних видатків в будь-якому з часових інтервалів фактично означає банкрутство проекту.

В якості притоків (Inflows) грошових коштів розглядаються надходження від реалізації продукції (послуг), позареалізаційні доходи, збільшення основного акціонерного капіталу за рахунок додаткової емісії акцій. Залучення грошових коштів на основі повернення (кредити і облігації).

Відтоками (outflows) є інвестиційні витрати, включаючи витрати на формування оборотного капіталу, поточні витрати, платежі в бюджет, обслуговування зовнішньої заборгованості, дивідендні виплати.



Вирішення проблеми про забезпечення проекту фінансовими ресурсами в процесі його здійснення має виняткове значення. Загальновідомо, наприклад, що однією з можливих причин виникнення труднощів у здійсненні проекту може бути недооцінка потреби у коштах для формування оборотного капіталу.

Не менш важливим завданням є також узгодження графіку погашення заборгованості з можливостями проекту по генерації власних коштів. Аналіз фінансової здатності виконується за допомогою складання спеціальної форми "Звіт про рух грошових коштів", яка по суті представляє собою фінансовий план проекту.

Якщо фінансова оцінка представляє собою оцінку життєдіяльності проекту в принципі, то економічна оцінка характеризує привабливість проекту в порівнянні з альтернативними можливостями використання капіталу. Для виміру ефективності інвестицій часто використовується норма прибутку і простий термін окупності. Але дані показники мають істотний недолік, який заключається в ігноруванні факту неповноцінності надходжень і платежів, які відносяться до різних періодів часу. Розуміння і врахування цього факту має дуже важливе значення для оцінки проектів, пов'язаних з довгостроковим вкладенням капіталу.

Проблема адекватної оцінки привабливості проекту, пов'язаного з вкладанням капіталу, полягає у визначенні того, наскільки майбутні надходження виправдають майбутні витрати. Оскільки приймати рішення доводиться сьогодні, всі показники майбутньої діяльності інвестиційного проекту повинні бути відкоректовані з врахуванням зниження цінності грошових коштів по мірі віддалення операцій, пов'язаних з їх витрачанням або одержанням. Практичне коректування полягає в приведенні всіх величин, які характеризують фінансову сторону здійснення проектів у масштабі цін, співставлених з тими, які є сьогодні. Операція такого перерахунку називається "дисконтуванням".

Методи дисконтування можуть бути віднесені до стандартних методів аналізу інвестиційних проектів. В практиці оцінки використовуються різні модифікації, однак найбільше розповсюдження одержали розрахунки показників чистої теперішньої вартості проекту (NPV) і внутрішньої норми прибутку (IRR).

Перший з них характеризує ефект від реалізації проекту, приведений від початкового моменту часу. При цьому, коефіцієнт дисконтування повинен відображати вартість капіталу при його альтернативному використанні (наприклад, при наявності вільних фінансових ресурсів такою вартістю може бути величина депозитної банківської ставки; для діючого підприємства - існуючий рівень рентабельності активів). Позитивна

величина (NPV) свідчить про наявність реального доходу від здійснення проекту. Кінцеве рішення буде залежати не тільки від абсолютної величини (NPV), але й від співставлення одержаного доходу і ступеня ризику, пов'язаного з вкладанням коштів в даний проект. Скажімо, інвестиції у визначене виробництво, очевидно повинні приносити значно більший дохід ніж депонування коштів в першокласному банку.

Особливу інтерпретаційну цінність має показник (IRR), який визначається як такий коефіцієнт дисконтування, при якому чиста поточна вартість проекту дорівнює нулю. IRR характеризує, з однієї сторони, максимальну вартість фінансових ресурсів, які можуть бути використані для реалізації проекту, а з другої сторони - є критерієм для співставлення з прибутковістю альтернативних способів використання капіталу.

На завершення зазначимо, що для проведення всесторонньої оцінки комерційної діяльності інвестиційних проектів необхідне виконання великої кількості трудомістких обчислень. Тому для вирішення цього завдання у світовій і вітчизняній практиці широко використовуються різноманітні комп'ютерні програми. Одним з найбільш відомих в нашій країні і за кордоном став пакет COMFAR, перша версія якого була розроблена в Центрі промислових досліджень ЮНІДО в кінці 70-х років.

Вказаний пакет представляє собою програмну реалізацію методики рекомендованої для оцінки промислових інвестицій у країнах з економікою, яка розвивається. На жаль, коректна оцінка внутрішніх інвестицій за допомогою цієї програми неможлива через відсутність врахування діючих умов оподаткування, особливостей системи фінансової звітності і специфіки української економічної ситуації.