



УДК 338

Н.С. Комарова**ВЫБОР МОДЕЛИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ****N.S. Komarova****CHOICE OF OPTIMUM MODEL INVESTMENT PROJECTS
EFFICIENCY EVALUATION**

Статья посвящена проблемам оценки эффективности инвестиционных проектов промышленных предприятий. Рассмотрены существующие модели экономической оценки инвестиционных проектов, описаны их преимущества и недостатки.

ИНВЕСТИЦИИ. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЕКТ. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ.

The article is devoted to evaluation of investment projects of industrial enterprises. The existing model of economic evaluation of investments, are described and their advantages and disadvantages.

THE INVESTMENT. THE INVESTMENT PROJECT. METHODS FOR OF EVALUATING INVESTMENT PROJECTS.

При реализации значительной части инвестиционных проектов не всегда оправдываются начальные ожидания, что и приводит к провалам или срывам проектов. Основными причинами этого являются некорректно определенный объем проекта, неадекватное управление рисками, неспособность определить основные допущения и другие аналогичные проблемы.

С одной стороны методология разработки и оценки эффективности инвестиционных проектов сложна и требует подготовки большого объема детальной информации, показатели эффективности зачастую противоречат друг другу, присутствует сложность разработки и оценки проектов на разных этапах, особенно на начальном, когда еще трудно оценить эффективность вложений. С другой стороны, у многих предприятий алгоритм определения приоритетности проектов зачастую строго не регламентирован, а финансовая оценка, как правило, проводится формально.

Успешное решение данных проблем во многом зависит и от выбора оптимальной модели оценки эффективности инвестиционных проектов.

В настоящее время выделяют три группы методов, используемых для оценки эффективности инвестиционных проектов (см. рис. 1). Каждый метод имеет свои преимущества и недостатки.

К преимуществам статических методов относятся простота и наглядность расчетов. К недостаткам можно отнести то, что метод не учитывает доходы проекта за пределами срока окупаемости и не может применяться при выборе из проектов с одинаковыми сроками окупаемости, но с разными сроками реализации. Кроме того, методы не могут быть использованы для оценки проектов, связанных с новыми или инновационными продуктами.

Динамические методы, основанные на дисконтировании денежных потоков, являются общепринятыми. Данная модель позволяет учесть требуемую норму доходности, стоимость денег во времени и риск проекта. Однако на практике существуют сложности в методах определения нормы дохода, а также слабо проработан вопрос корректности использования чистого дисконтированного дохода (ЧДД, NPV) при оценке эффективности инвестиционных проектов. Например, если

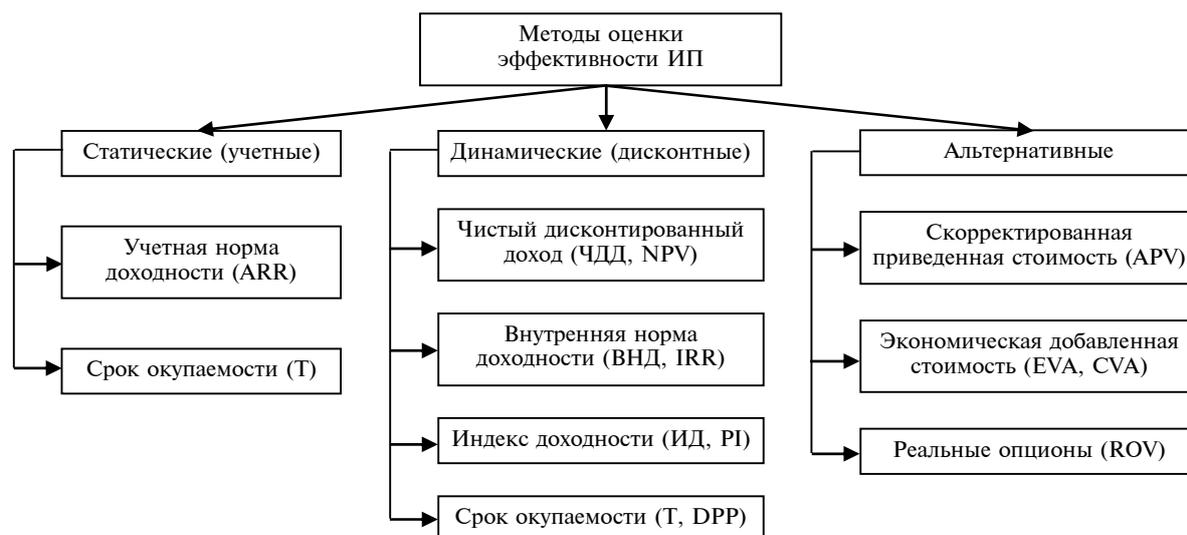


Рис. 1. Классификация методов оценки экономической эффективности инвестиционных проектов [6]

ЧДД (NPV) положителен, при этом не важно, насколько он низкий, то проект всегда считается эффективным; не существует метода определения оптимальной длительности инвестиционного проекта (чем дольше жизненный цикл или срок реализации проекта, тем труднее прогнозировать результаты и тем ненадежнее становятся рассчитанные показатели эффективности); нет четких практических рекомендаций для выбора лучшего из альтернативных проектов; использование в этих целях ЧДД (NPV) и внутренней нормы доходности (ВНД, IRR) зачастую противоречиво.

Альтернативные методики оценки эффективности инвестиционных проектов получили в последние годы широкое применение на практике. К ним относятся метод скорректированной приведенной стоимости, метод добавленной стоимости и метод реальных опционов.

Метод скорректированной приведенной стоимости (APV) предполагает разделение денежного потока на несколько составляющих, которые оцениваются каждый в отдельности, в том числе выделяются и оцениваются «сторонние эффекты» (например, налоговый «щит»). Метод удобен для оценки проектов с различными источниками финансирования и нестандартным налогообложением. Сложность составляет оценка приведенной величины различных аспектов, например субсидирования и пр., а также то, что для оценки тре-

буется подготовка большого количества дополнительной и детальной информации.

К методам добавленной стоимости относятся модель экономической добавленной стоимости и модель денежной добавленной стоимости. Модель экономической добавленной стоимости (EVA) основана на принципе, что доходность инвестиций должна превышать средневзвешенную стоимость капитала (WACC). Модель позволяет принимать более обоснованные решения по расширению прибыльных направлений деятельности, а также помогает выявить неэффективное использование средств в инвестиционных проектах. Но существует возможность искажения показателей эффективности на конкретном шаге расчета, оценка основана на учетных данных и не учитывает прогнозных данных денежных потоков и др. Модель денежной добавленной стоимости (CVA), в отличие от метода экономической добавленной стоимости, базируется на данных прогнозных денежных потоков, но существует опасность неточности и некорректности расчета некоторых показателей для проектов со сложными денежными потоками [6].

Метод реальных опционов (RPV) основан на том, что позволяет менеджерам влиять на инвестиционный процесс по мере изменений во внешней и внутренней среде. Преимуществом метода является гибкость, он позволяет принимать оптимальные решения в будущем

Сравнительный анализ критериев и методов оценки инвестиционных проектов [6]

Методы оценки	Учитываемые факторы и критерии				
	Денежный поток	Риск	Многопригодность	Гибкость	Простота расчетов
Реальные опционы	Да	Да	Да	Да	Нет
Дисконтирование денежных потоков	Да	Да	Да	Нет	Нет
Добавленная стоимость	Не всегда	Да	Да	Нет	Нет
Статические (учетные)	Нет	Нет	Нет	Нет	Да

по мере поступления информации, оценивая их уже в момент анализа. Но для применения данного метода необходимым условием является наличие квалифицированного менеджмента, способного отказаться от запланированных действий и увидеть новые возможности проекта, т. е. обладающего навыками выявления реальных опционов и владения методами их оценки.

Сравнительный анализ методик представлен здесь в таблице.

По данным таблицы модель оценки опционов в инвестиционном анализе является наиболее приемлемой, но сложна с точки зрения как определения стоимости опциона, так и применения на практике.

Статические методы, как и методы добавленной стоимости, не учитывают многих важных критериев при оценке эффективности, поэтому не могут быть взяты за основу при анализе инвестиционных проектов.

Модель дисконтирования денежных потоков является наиболее распространенной, но не всегда может дать однозначные ответы при прогнозе эффективности проектов.

Таким образом, можно сделать вывод, что имеющиеся методики не всегда гарантируют принятие эффективных инвестиционных решений. В данном случае можно использовать алгоритм определения наиболее оптимальной модели для оценки эффективности инвестиционных проектов. И в каждом конкретном случае применять ту или иную модель, либо совокупность моделей. Алгоритм проведения экспертизы состоит из следующих этапов:

- предварительного технико-экономического обоснования;
- выявления дополнительных факторов, оказывающих существенное влияние на

оценку эффективности инвестиционного проекта;

– уточненной оценки эффективности инвестиционного проекта (рис. 2).

Для краткосрочных проектов зачастую достаточно рассчитать срок окупаемости, показывающий срок возмещения инвестиций, и простую норму прибыли, которая покажет долю прибыли во вложенных инвестиционных затратах.

Если инвестиционный проект имеет срок реализации более одного года, необходимо применение дисконтного метода, позволяющего увязать риски, требуемую норму доходности, стоимость денег во времени.

Уточнение дополнительных факторов, которые существенно могут повлиять на оценку эффективности инвестиционных проектов, предопределяет применение альтернативных методик оценки эффективности. Это особенно важно для крупномасштабных проектов или при отборе наиболее выгодных проектов.

Например, если в проекте выявлены «сторонние эффекты», такие как налоговый щит, государственные, муниципальные субсидии, средства фондов поддержки предпринимательства, гранты, льготы, стоимость страхования рисков, эмиссионные издержки и т. п., целесообразно произвести оценку экономической эффективности с использованием скорректированной приведенной стоимости (APV).

Методы добавленной стоимости могут выявлять необходимость изъятия средств из проектов, рентабельность которых не покрывает норму доходности, также они дают возможность контролировать реализацию проектов путем сравнения фактических данных с прогнозными.

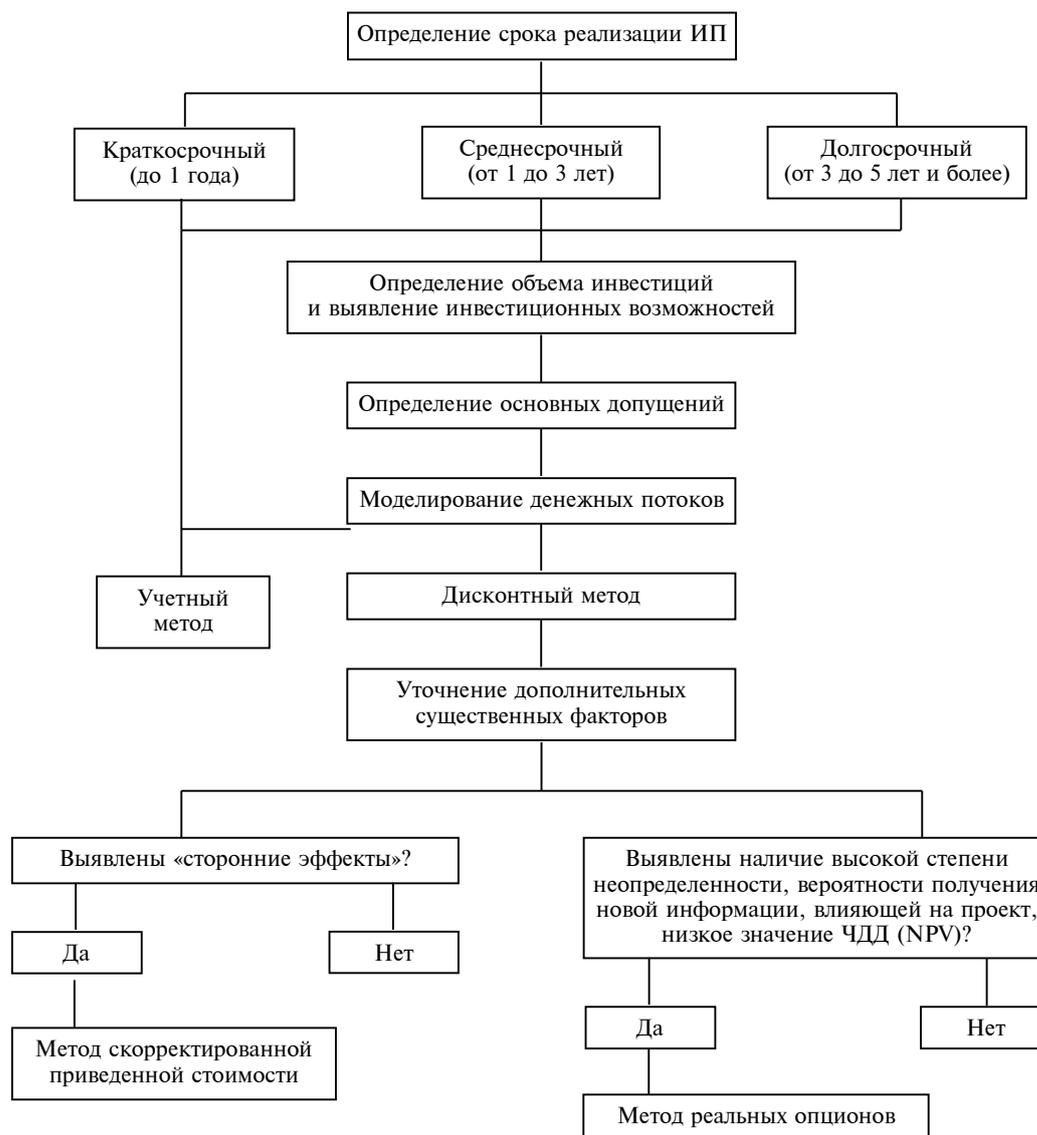


Рис. 2. Схема проведения экспертизы инвестиционных проектов

Метод реальных опционов позволяет менеджерам маневрировать проектами, увеличивая стоимость активов или уменьшая потери.

Необходимо помнить, что любые методики служат лишь дополнением к дисконтным методам, поэтому предварительная

оценка основана именно на методике дисконтирования денежных потоков и расчета дисконтированных показателей эффективности.

Изложенный подход позволяет упорядочить процедуру оценки инвестиционных проектов и получить наиболее полную оценку эффективности отобранных проектов.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Воронцов, Б.В. Банковское кредитование инвестиционных проектов в промышленности [Текст] : [моногр.] / Б.В. Воронцов, А.М. Колесников; ГУАП. – СПб., 2007. – 132 с.

2. Гаджиев, М.М. Оценка эффективности инвестиций в системные нововведения предприятия [Текст] / М.М. Гаджиев, А.А. Минатуллаев // Научно-технические ведомости СПбГПУ.



- Экономические науки. — 2011. — № 3 (125). — С. 161–167.
3. **Калинина, Л.Л.** Стимулирование инвестиционной деятельности в условиях финансового кризиса [Текст] / Л.Л. Калинина // Вестник РГГУ. Экономические науки. — 2010. — № 6 (49). — С. 154–159.
4. **Котов, В.И.** Оценка рисков составляющей ставки дисконта при оценке эффективности инвестиционных проектов [Текст] / В.И. Котов // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. — 2010. — № 3(99). — С. 114–119.
5. **Литке, М.Г.** О соотношении инвестиционных и инновационных проектов [Текст] / М.Г. Литке // Стратегия и тактика развития трансформирующейся экономики в современных условиях: сб. науч. ст. XII Всерос. науч.-практ. конф., г. Челябинск, 18 апр. 2008 г. — Челябинск: Филиал ВЗФЭИ, 2008. — С. 53–57.
6. **Лукаевич, И.Я.** Инвестиции [Текст] : учебник / И.Я. Лукаевич. — М.: Вузовский учебник, Инфра-М, 2011. — 413 с.
7. **Мельникова, Е.И.** Целесообразность использования опционов отечественными предприятиями [Текст] / Е.И. Мельникова, Л.А. Ширшикова // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». — 2010. — Вып. 16. — № 39 (215). — С. 48–54.
8. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов № ВК-477 от 20.06.1999 г. [Текст].
9. **Филиппова, И.А.** Особенности развития инвестиционных процессов в России за последние 10 лет [Текст] / И.А. Филиппова // Вестник ИНЖЭКОНа. Серия «Экономика». — 2011. — № 2 (45). — С. 72–78.
10. **Цыбульская, М.Ф.** Контроль реализации инвестиционного проекта [Текст] / М.Ф. Цыбульская // Вестник ИНЖЭКОНа. Серия «Экономика». — 2011. — № 3 (46). — С. 438–441.
11. **Юрлов, Ф.Ф.** Выбор оптимальных решений при оценке эффективности инновационно-инвестиционных проектов [Электронный ресурс] / Ф.Ф. Юрлов, Н.В. Усов // Управление экономическими системами. — 2012. — 27 дек. — Режим доступа: <http://www.uecs.ru/marketing/item/1911-2012-12-27-06-38-47>

КОМАРОВА Наталья Сергеевна — соискатель ученой степени кандидата экономических наук кафедры экономики и финансов Южно-Уральского государственного университета, г. Челябинск.

456300, Россия, Челябинская обл., г. Миасс, ул. 8-е Июля, д. 10А., тел. (3513)52-11-61. E-mail: natalya_komarova_1976@inbox.ru

KOMAROVA, Natal'ya S. — South Ural State University.

456300, 8-nd July Miass str. Chelyabinskaya obl. Russia. E-mail: natalya_komarova_1976@inbox.ru
