

КОМПЛЕКСНАЯ ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Наиболее значимым и ответственным этапом разработки и реализации инвестиционного проекта является его комплексная оценка.

Оценка эффективности проекта в целом должна производиться с двух позиций: общественной (государственной) и коммерческой. Государственная в свою очередь подразделяется на бюджетную и социальную.

Оценка общественной эффективности проекта представляет собой проверку целесообразности выделения ресурсов на его осуществление с точки зрения общества (государства). Наиболее важна такая оценка для масштабных проектов, способных оказать влияние на эффективность функционирования экономики страны в целом, ведущих отраслей. Но и для небольших проектов оценка представляет интерес, если для их осуществления предполагается использовать государственные (бюджетные) финансовые ресурсы.

Бюджетная эффективность отражает влияние результатов осуществления проекта на доходы и расходы соответствующего (республиканского или местного) бюджета. Основным показателем бюджетной эффективности, используемым для обоснования предусмотренных в проекте мер государственной поддержки, является бюджетный эффект, который определяется как превышение доходов соответствующего бюджета над расходами, связанными с осуществлением проекта. Более общим показателем является показатель интегрального бюджетного эффекта, который рассчитывается как сумма дисконтированных годовых бюджетных эффектов.

Также в рамках определения бюджетной эффективности проекта может осуществляться расчет показателей срока окупаемости и рентабельности бюджетных средств, выделенных на осуществление проекта.

Оценка социальной эффективности проекта предполагает проведение анализа различных социальных результатов проекта, которые не учитываются в рамках оценки финансовой и экономической эффективности. Существует ряд методик, позволяющих провести количественную оценку социальных последствий проекта. Большая часть из них основана на нормативном подходе. Однако в большинстве случаев

осуществляется лишь качественная оценка социальных последствий проекта, базирующаяся на здравом смысле и экспертных оценках.

Наиболее же значимой для организаторов проекта, как правило, является финансовая и экономическая эффективность проекта, которая во всем мире оценивается с помощью собственной методологии.

Переход на современный уровень проектирования сопряжен с использованием принятой и используемой во всем мире методологии разработки инвестиционных проектов, известной как методология ЮНИДО.

ЮНИДО (UNIDO) – United Nations Industrial Development Organization – Международная специализированная организация ООН по промышленному развитию была создана с целью унификации подходов к требованиям по качеству и содержанию разрабатываемых инвестиционных проектов и оценке эффективности инвестиций. Сегодня эта методология во всем мире принята в качестве стандарта инвестиционного проектирования. Первый базовый вариант методики опубликован еще в 1978 г.

Цель его – дать развивающимся странам инструкции для повышения качества инвестиционных предложений и проектов, способствовать стандартизации технико-экономических исследований и расчетов, поскольку было замечено, что исследования и расчеты часто были неполными и плохо выполненными.

Это сильно затрудняло взаимопонимание между инвесторами и соискателями инвестиций, трансфер не только инвестиций, но и новых технологий, а также снижало эффективность инвестирования.

От этого страдали как инвесторы, так и те, кто нуждался в инвестициях. Поэтому было признано целесообразным применять эту методологию и в развитых странах, где нередко возникает проблема взаимопонимания между инвесторами, проектоустроителями и другими участниками инвестиционных процессов, в том числе и органами государственного управления.

Усилия ЮНИДО получили всеобщее одобрение, а методология была принята к руководству как государственными органами, так и банками, вузами, инвесторами и консалтинговыми фирмами во всех странах мира. С ЮНИДО сотрудничали многие организации и фирмы, совершенствуя и развивая методологию принятия инвестиционных решений, разработки и оценки инвестиционных проектов.

В СССР и позже на постсоветском пространстве для аналогичных целей методология ЮНИДО не применялась. Здесь действовали свои методики, отличные от методологии ЮНИДО. В этих методиках не

использовалось дисконтирование. Причину этого можно объяснить только идеологическими причинами. Дело в том, что так называемые «классики марксизма-ленинизма» (Маркс, а за ним и Ленин) не признавали дисконтирования и компаундирования, называя это «галиматией, чушью» и способами обмана трудящихся. Можно ли было взять на вооружение этот прием оценки инвестиций и инвестиционных проектов при господстве соответствующей идеологии? И только после развала СССР и смены идеологии эти приемы получили известность и стали изучаться на постсоветском пространстве, а затем и применяться при проведении инвестиционных расчетов.

Тем временем в остальной части света методология ЮНИДО продолжала развиваться и все шире применяться. Наблюдалось существенное качественное улучшение подготовки проектов, рост числа которых привел к значительным инвестициям как в развивающихся, так и в развитых странах. И процесс этот продолжается.

Методология ЮНИДО – это признанный во всем мире инструмент, обеспечивающий потенциальных инвесторов, проектостроителей и финансистов информацией, необходимой для принятия различных инвестиционных решений, в том числе и способов финансирования.

В целом методология ЮНИДО предполагает, что разработка инвестиционного проекта – это серьезное, глубокое исследование, напоминающее научную работу и использующее научные методы познания и обоснования. В самом ее начале требуется провести глубокий анализ социально-экономических, финансовых и экологических аспектов инвестирования, дать оценку альтернативных стратегий и рамок проекта. А для этого их надо обозначить и охарактеризовать. Требуется изучения маркетинговая стратегия, альтернативы используемым ресурсам. Необходимо уделить внимание географическому размещению создаваемого объекта (его месторасположению), обоснованию производственной мощности, производственной программе, альтернативным технологиям и многому другому.

Методология ЮНИДО быстро получила широкое признание и показала свою пригодность при решении разнообразных инвестиционных задач. Это и передача (трансфер) новых технологий, и создание совместных предприятий, трансфер инвестиций. Страны, находящиеся на стадии перехода к рыночной экономике, должны как можно скорее овладеть этой методологией и применять ее широко и всесторонне. Она не только подходит для новых инвестиций, но и в равной мере пригодна для проектов по санации, расширению, реконструкции, модернизации и перепрофилированию действующих предприятий.

Применение единой методологии при решении разнообразных задач выгодно инвесторам, партнерам по совместным предприятиям, консультационным фирмам, поставщикам и покупателям оборудования, поскольку облегчает взаимодействие всех участников проекта и способствует улучшению качества инвестиционных проектов. Огромную пользу дает использование единой методологии для финансовых учреждений и банков, так как облегчается оценка вариантов финансирования, если проекты хорошо и стандартно структурированы.

Несмотря на очевидные преимущества методологии ЮНИДО, на постсоветском пространстве постоянно говорят о необходимости применения ее в практике разработки инвестиционных и инновационных проектов, но нередко применяют свои «доморощенные» методические материалы, часто имеющие лишь отдаленное сходство с методологией ЮНИДО. В этих методических разработках имеется много упрощений, часто выхолащивающих саму идею методологии ЮНИДО. Так, игнорируется многостадийный характер разработки проектов, когда требуется вначале глубоко и всесторонне исследовать проблему. В методологии ЮНИДО это называется «исследованием возможностей». Здесь же намечаются различные альтернативы проекта, которые дают повод изучать их, выбирать лучшие, намечать сочетание вариантов.

При этом выстраивается цепочка конкретных инвестиционных решений, тесно связанных между собой, которая и формирует состав исследуемого инвестиционного проекта. Иногда для принятия частного инвестиционного решения требуется применение серьезных доказательных методов, в том числе и оптимизационных. Так, для обоснования размещения вновь создаваемого объекта необходимы разработка или использование имеющихся экономико-математических моделей и решение соответствующей экономико-математической задачи. Только после обоснования всех необходимых управленческих решений (выбор продукции или услуги, сырья, материалов, необходимого оборудования, технологии и т. д.) проводятся расчеты по предварительному обоснованию состава и содержания проекта. Для этого осуществляется расчет конечных результирующих показателей (NPV, срок окупаемости инвестиций и т. д.). Так, исследование возможностей плавно переходит в следующую стадию – предварительное технико-экономическое обоснование (ПТЭО). По его результатам, если разработчик устраивают полученные конечные показатели проекта, приступают к оформлению окончательного ТЭО, т. е. бизнес-плана инвестиционного проекта, если же полученные результаты признаются неудовлетворительными, то необходимо вернуться к поиску других

вариантов, т. е. продолжить исследование возможностей и снова выполнить процедуру предварительного технико-экономического обоснования (ПТЭО). И такой итеративный процесс продолжается вплоть до получения удовлетворительного результата. После этого оформляется окончательный вариант инвестиционного проекта.

Такой подход к разработке проектов, выбор лучших управленческих решений способствуют их правильной оценке и учету всех возможностей и условий конкретного проекта. Разработка же инвестиционного проекта в одну стадию, когда начинают с оформления заключительных документов, выстроив сразу всю линейку альтернативных вариантов, т. е. задав ее без рассмотрения возможных вариантов и обоснований, приводит к принятию в проекте первых пришедших в голову вариантов управленческих решений, что не способствует повышению качества проектирования и улучшению использования инвестиций. В таком случае сколько ни привлекай инвестиций для экономического роста (страны, региона, предприятия) – нужных результатов не дождаться. Инвестиции будут уходить в никуда, как иногда происходит с реками в пустынях.

Для оценки эффективности любых инвестиций необходимо получить ответы на ряд вопросов, затрагивающих все стороны будущего инвестиционного проекта: производственную, сбытовую, финансовую и так далее. При отсутствии подробных и достоверных данных по этим и многим другим вопросам невозможно формирование проекта, приемлемого для инвестора.

Методика обеспечивает сбор всей необходимой информации для осуществления прогноза движения денежных средств и, соответственно, для оценки проекта с использованием количественных показателей. Пособие ЮНИДО рекомендует нижеприведенную примерную последовательность расположения материалов в предварительном и полном технико-экономическом обосновании.

В основе процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера лежат оценка и сравнение объема предполагаемых инвестиций и будущих денежных поступлений. Можно назвать несколько показателей эффективности инвестиций, основанных на идее дисконтирования, позволяющих сопоставить разновременные денежные величины и оценить выгодность рассматриваемого инвестиционного проекта. К примеру, показатель чистой текущей стоимости. Расчет чистой текущей стоимости (*netpresentvalue* – NPV) основан на сопоставлении величины исходной инвестиции с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых проектом в течение прогнозируемого срока. Пусть задается прогноз, что инве-

стиция будет генерировать в течение n лет годовые доходы в размере R_1, R_2, \dots, R_n . Причем следует отметить, что здесь под R_n понимаются элементы чистого денежного потока (netcashflow), т. е. общий доход (выручка), полученный в каждом временном отрезке, за вычетом всех платежей, связанных с его созданием и получением. В эти платежи входят все действительные расходы (прямые и косвенные) по оплате труда и материалов, налоги. Инвестиционные расходы включаются в поток платежей с отрицательным знаком.

Необходимо особо прокомментировать ситуацию, когда $NPV = 0$. В этом случае ценность компании не меняется, но инвестиционные проекты нередко принимаются на основании других критериев, отличных от прямой количественной оценки. Например, в пользу проекта с нулевым значением чистой текущей стоимости можно привести такие аргументы, как рост объемов производства (и как возможное следствие – сокращение издержек производства из-за действия возрастающей отдачи от масштаба), увеличение престижа компании и так далее.

Следующий показатель – индекс рентабельности инвестиций. Данный показатель является, по сути, следствием предыдущего. В отличие от чистой текущей стоимости индекс рентабельности является относительным показателем. Этот показатель характеризует уровень дисконтированных доходов на единицу дисконтированных инвестиций, т. е. эффективность вложений. Благодаря этому он очень удобен либо при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения NPV , либо при комплектовании портфеля инвестиций с заданным суммарным значением NPV .

И наконец, еще один показатель – внутренняя норма доходности (internalrateofreturn, IRR). IRR показывает максимально допустимый относительный уровень расходов по привлечению денежных средств, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды коммерческого банка, то значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным. По существу, это доходность самого проекта, рассчитанная с учетом реинвестирования прибыли. Распространенность данного показателя объясняется тем, что это единственный критерий, который не зависит от ставки дисконта, выбираемой для расчетов в значительной степени произвольно. Следовательно, это наиболее объективный из показателей. Можно назвать и другие показатели, к примеру, срок окупаемости. Под ним экономисты понимают продолжительность периода, в течение которого

сумма дисконтированных чистых доходов перекрывает сумму дисконтированных инвестиций. Таким образом, срок окупаемости представляет собой теоретически необходимое время для полной компенсации понесенных приведенных расходов дисконтированными доходами. Методика расчета этого показателя зависит от того, как распределены доходы по времени поступления:

– если $NPV < 0$, то в случае принятия проекта ценность компании уменьшится, т. е. собственники предприятия понесут убытки;

– если $NPV = 0$, то в случае принятия проекта ценность компании не изменится, т. е. благосостояние ее собственников останется на прежнем уровне;

– если $NPV > 0$, то в случае принятия проекта ценность компании увеличится.

Основываясь на вышеперечисленных показателях, инвестор может принять решение о целесообразности инвестиционных вложений в данное предприятие.

Однако следует отметить, что данная методология имеет и объективных критиков. Современная методика оценки эффективности инвестиционных проектов UNIDO, рекомендованная к применению основными международными финансовыми организациями, базируется на идее временной стоимости денег. Концепция изменения стоимости денег со временем сейчас не вызывает ни у кого сомнений, однако корректность алгоритмов, составляющих методику UNIDO, и, соответственно, значимость интегральных показателей (NPV , DPB , IRR и т. п.) вызывают иногда споры.

Сопrotивление методике UNIDO тем выше, чем более долгим и значимым является проект. Подобные проекты очень редко ставят своей основной и единственной целью получение прибыли. Обычно они имеют государственное значение и призваны решать различные социальные, экономические или даже военные задачи. Типичные примеры значимых долгосрочных инвестиционных проектов – строительство электростанций, дорог, мостов, тоннелей и т. п.

Отмечается, что для типичного инвестиционного проекта нормальной является ситуация, когда ежемесячная прибыль уменьшается вдвое каждые несколько лет, в зависимости от дисконта, но при этом никуда не вложенные деньги суммарной прибыли проекта совершенно не обесцениваются. Более того, стоит только вложить эти деньги, например, в банк, и, если банковский процент ниже ставки дисконтирования, деньги сразу начнут таять.

Однако анализ критических высказываний показывает, что большей частью критики демонстрируют весьма неглубокие знания истинной

методологии ЮНИДО, отсутствие четких представлений существа и особенностей всемирно признанной методики.

Следует отметить, что все рассмотренное выше представляет собой коммерческую оценку проектов. Даже обычные бизнес-проекты часто требуют более широкого и всестороннего рассмотрения, поскольку необходимо иметь в виду развитие частно-государственного партнерства, когда конкретный проект поддерживается или не поддерживается органами государственного или муниципального управления, общественностью. И это делает его выгодным или невыгодным, эффективным или неэффективным. Иной проект может поддерживаться каким-либо спонсором прямо или косвенно, и это улучшает конечные показатели его эффективности.

Разрабатываемые инвестиционные проекты должны служить цели окончательного выхода из кризиса и экономического роста.

Только применение методологии ЮНИДО способно поднять инвестиционное проектирование на тот уровень, который требуется сегодня в Республике Беларусь в связи с задачами обеспечения экономического роста и необходимостью повышения эффективности использования инвестиционных ресурсов.