

## Логика оценки инвестиционных проектов

© 2010 А.И. Кривцов

кандидат экономических наук, доцент

Самарский государственный университет путей сообщения

E-mail: artemkr@rambler.ru

В статье раскрываются пути финансирования инвестиционного проекта. Рассматривается многообразие возможных форм инвестиционного капитала, логика построения анализа инвестиционных проектов.

*Ключевые слова:* инвестиции, инвестиционная политика, инвестиционный проект, инвестиционное проектирование, оценка инвестиционного проекта, кредитный рынок, рынок инвестиционных ресурсов, инвестиционный анализ, стратегическое инвестиционное планирование.

Целью любого менеджера является создание эффективного, динамично развивающегося предприятия. Этого можно добиться упорным трудом, грамотными управленческими решениями и грамотной инвестиционной политикой. Разумное размещение инвестиционных средств - один из основных факторов роста и капитализации любого предприятия.

Несмотря на задачи и цели, которые ставят перед собой собственники и менеджеры предприятия, инвестиционный процесс предполагает формирование некоего пула ресурсов, расход которых должен произойти в настоящем, для получения неких бонусов (прибыли) в будущем. В данный момент для рассмотрения не столь важно, какое наполнение будет иметь данная ресурсная база: деньги, идеи, оборудование и т.д. Главное, что набор ресурсов всегда конечен и, как следствие, ограничен. В связи с этим важнейшей задачей инвестора, аналитика является определение оптимального вектора вложений, в наибольшей степени и в кратчайшие сроки способствующих достижению основной цели - максимизации прибыльности проекта. Решение поставленной задачи возможно только при глубоком и всестороннем анализе инвестиционного проекта, понимании принципов и владении методиками оценки эффективности инвестиционных решений, знаниями для грамотной интерпретации полученных результатов.

В связи со спецификой развития нашей страны, где долгое время реальным инвестором могло выступить только государство в лице правящей и единственной партии, складывался специфичный взгляд на определение процесса инвестирования. В отечественной литературе советского периода инвестиции рассматривались в основном под углом зрения капиталовложений, и поэтому категория "инвестиции" по существу отождествлялась с категорией "капиталовложения". Под капиталовложениями понимались

их увеличение и совершенствование". Что касается инвестиций, то они трактовались как "долгосрочное вложение капитала в промышленность, сельское хозяйство, транспорт и другие отрасли народного хозяйства".

Из приведенных высказываний следует, что по существу инвестиции не только отождествлялись с капитальными вложениями, но и подчеркивали долгосрочный характер этих вложений.

Подобные взгляды отстаивались советской наукой и вплоть до недавнего времени являлись доминирующими. С падением советского строя, сменой политических элит правительство предприняло попытку отказа от плановой экономики. В связи с произошедшими изменениями категория "инвестиции" также претерпела трансформацию, что получило отражение в действующем законодательстве.

Обобщая вышесказанное, можно выделить четыре группы определений понятия "инвестиции" в современной экономической литературе:

- 1) инвестиции, определяемые через платежи;
- 2) инвестиции, определяемые через имущество;
- 3) комбинаторное понятие инвестиций;
- 4) диспозиционное понятие инвестиций.

Инвестиции, определяемые через платежи, рассматриваются как поток оплат и выплат (расходы), начинающихся с выплат (расходов). Определять инвестиционный поток исключительно как платежей, на наш взгляд, не совсем верно. Примером могут служить бизнес-идеи, ноу-хау, которые не всегда можно трансформировать в платежи. В то же время данная трактовка инвестиций, определяемых платежами, позволяет четко разграничить категории "инвестиция" и "финансирование". В отличие от инвестиций финансирование представляет собой поток платежей, начинающихся с выплат, которые трансформируются в затраты и в дальнейшем приводят к поступлениям.

При характеристике понятия "инвестиция", определяемого через имущество, основным ис-

точником данных является баланс предприятия. Согласно этому определению, данному в работах профессора В.В. Ковалева, инвестиции рассматриваются как процесс преобразования капитала (преимущественно денежного) в предметы имущества в составе активов предприятия, в том числе в ценные бумаги. При данной трактовке понятия инвестиций мы не учитываем вложения средств физических лиц (домашних хозяйств), в том числе и в ценные бумаги.

Комбинаторное понятие “инвестиции” основывается на представлении инвестиций как дополнительных вложений к уже имеющимся средствам, т. е. это вложения, направленные на расширение бизнеса или создание условий для повышения эффективности его функционирования. Такой трактовки понятия “инвестиции” придерживается, в частности, Ж. Перар. Он выделяет следующие типы инвестиций:

- инвестиции для замены или поддержания уровня оборудования;
- инвестиции на расширение посредством увеличения производственных мощностей;
- инвестиции на расширение деятельности посредством создания новых видов продукции;
- инвестиции на научно-исследовательские работы;
- инвестиции на продвижение товара и рекламу;
- инвестиции на участие в капитале других предприятий;
- инвестиции обязательного типа (инвестиции для предотвращения загрязнения окружающей среды, инвестиции в социальную сферу и т. п.);
- стратегические инвестиции (инвестиции, связанные с поглощением предприятий или размещением капитала за рубежом).

Данное представление понятия инвестиций крепко связано с действующим предприятием (производственной системой) и фактически не учитывает возможные многочисленные инвестиционные вложения, в том числе в первоначальную организацию бизнеса.

В основу диспозиционного понятия инвестиций заложено положение, в соответствии с которым процесс инвестирования предполагает связывание финансовых средств и тем самым уменьшение свободы распоряжения ими предприятием. Этот процесс, с одной стороны, зависит от внешних факторов, а с другой - оказывает влияние на внешние факторы. Такие вложения могут характеризоваться как открытые системы, в которых реализация инвестиций влияет на функционирование иных элементов системы,

а на результаты инвестиций влияют решения, касающиеся других элементов системы.

Примером подобного рода отношений может служить взаимосвязь между инвестиционной сферой и сферой финансирования. Так, эффективность инвестиций предопределяется наличием финансовых ресурсов. Немаловажно, что данные инвестиции должны находиться в распоряжении предприятия. В свою очередь, привлечение финансовых ресурсов для запуска инвестиционных процессов напрямую зависит от потенциальной привлекательности инвестиционного процесса.

При рассмотрении сущности инвестиций мы уже затрагивали понятие инвестиционного проекта и указывали, что выделение такой стратегической категории связано со стратегическим планированием компании. Следует еще раз обобщить характерные особенности инвестиционного проектирования:

- 1) соразмерность вложений и объемов получаемых выгод;
- 2) вложения производятся на некий, чаще продолжительный, промежуток времени;
- 3) достижения по факту реализации инвестиционного проекта будут не только финансовые, но и социальные;
- 4) безрисковых инвестиционных проектов не бывает;
- 5) реализация инвестиционного проекта должна быть подчинена в первую очередь стратегическим целям организации.

При анализе инвестиционных проектов все вышеперечисленные особенности должны быть подвергнуты всестороннему анализу. Но следует учесть, что любой инвестиционный проект многогранен по своей природе. И чем он значимей, глобальнее, тем больше составляющих (граней) он в себе объединяет. Следовательно, единого критерия оценки инвестиционного проекта не может существовать в принципе. Тем не менее, безусловно, лидирующий показатель, на который ориентируются все аналитики при оценке перспектив инвестирования, - прибыльность инвестиционного проекта во временном аспекте. Мы уже отмечали тот факт, что при рассмотрении инвестиционного проектирования фактор времени является одним из основополагающих. Так вот, при непродолжительном временном прогнозе инвестиционный проект может быть не выгоден в связи с крупными первоначальными вложениями (транзакционными издержками), а при более длительном временном прогнозе данный проект способен существенно приумножить вложения инвестора. Следовательно, при оценке

инвестиционного проекта важна не сиюминутная, одномоментная, хотя, возможно, и существенная прибыль. Необходимо отдавать предпочтение проектам, способным на устойчивое генерирование дохода в будущем с устраивающей инвестора прибыльностью.

Данные выводы достаточно теоретичны, так как в реальности далеко не все аналитики, а тем более управляющие, готовы рассматривать долгосрочные инвестиционные проекты. В большинстве случаев управленец отдает предпочтение проектам, способным принести доход уже в первом году после произведения вложений. Данный факт не является показателем неадекватности данного менеджера, на принятие такого решения влияет множество причин, например, премирование высшего руководства компании производится по итогам данного финансового периода, а не далеких финансовых перспектив.

Такой психологический парадокс решается достаточно просто. И менеджер, и инвестор понимают необходимость и значимость долгосрочных инвестиционных проектов, однако они отчетливо представляют себе всю сложность проработки детального финансового прогноза денежного потока на долгосрочную перспективу. Рассуждения о правильности либо ошибочности данного подхода могут стать предметом отдельного исследования, но факт, что подобные ситуации происходят, неоспорим, и предполагать, что все инвесторы в одночасье примут решение осуществлять теоретически верные вложения, было бы ошибкой.

Вернемся к прогнозированию инвестиционных проектов на долгосрочную перспективу. Данная цель предусматривает существенные изменения в мотивах вложений. Капиталовложения осуществляются без учета краткосрочной прибыльности проекта. В данном случае стоимостная оценка проекта, его рентабельность должны быть взаимоувязаны с достижением стратегических целей компании, вписаны в стратегическую инвестиционную программу компании, так как любой проект - это лишь ее часть, и, помимо данного проекта, может быть ряд других уже осуществляемых или предполагаемых к осуществлению инвестиционных проектов. Следует еще раз подчеркнуть, что нет такого финансового показателя, исчислив который можно оценить инвестиционный проект. Данный показатель может быть лишь частью методологии оценки.

При построении прогнозных моделей, согласно стратегическим целям, следует учесть многообразие направлений (целей) развития любой компании, как следствие, могут различаться и цели

инвестирования: вывод нового товара на рынок или его ребрендинг; удержание или захват нового сегмента; максимизация или стабилизация прибыли и т.д. Проведенный анализ возможных вариантов позволил выявить разнонаправленность поставленных задач и, как следствие, различные бюджеты для их решения. Соответственно, и рентабельность решения каждой задачи будет отличаться от среднефирменной. Однако даже при относительно низких показателях доходности поставленную задачу необходимо выполнить.

Таким образом, анализ инвестиционного проекта - это комплексная задача, которая подразумевает наличие как качественных, так и количественных критериев. Приоритетность количественных критериев определяется их лучшей сопоставимостью, определенностью и др.

Основным количественным показателем, используемым при анализе инвестиционных проектов, является объем необходимых вложений. Логика анализа вряд ли вызовет затруднения - следует сопоставить необходимые вложения и ожидаемые от проекта доходы. При проведении данной операции нужно учесть временной фактор. Параллельно будет использован ряд показателей: темп инфляции, налогообложение, горизонт планирования и т.п.

Кроме вышеописанного показателя количества необходимых инвестиционных ресурсов, при анализе следует проработать следующие показатели:

- бюджет движения денежных средств;
- доступность источников финансирования;
- стоимость привлеченных денежных средств;
- востребованность продукции предприятия (емкость рынка).

Составление бюджета движения денежных средств - важная задача, так как при допущенной ошибке могут возникнуть кассовые разрывы, т.е. нехватка финансовых ресурсов, которая может поставить под угрозу реализацию проекта в целом. Также денежное планирование становится проблематичным на финальных годах реализации проекта, поскольку чем более отдален прогнозный момент, тем влияние фактора неопределенности усиливается, соответственно возрастает риск. Для сглаживания данного явления при составлении плана движения денежных средств на последних годах прогнозирования к входящему денежному потоку применяется понижающий коэффициент.

При грамотном и динамичном развитии компании в ее инвестиционном портфеле имеется несколько привлекательных проектов. Ограничивающим фактором выступает наличие источ-

ников финансирования. Данные источники можно сгруппировать по степени доступности. На первое место, согласно данной классификации, выходят собственные средства, т.е. прибыль. Далее можно расположить кредиты, займы, эмиссию ценных бумаг. Группировка этих источников по скорости мобилизации в инвестиционный процесс не единственна. Существенным различием служит и стоимость привлекаемых ресурсов. Не следует недооценивать тот факт, что стоимость привлекаемых финансовых ресурсов в ходе реализации проекта может быть изменена. Изначально планируемый и начатый инвестиционный проект с положительным балансом может за короткий промежуток времени стать дотационным. Различные проекты не одинаково реагируют на увеличение стоимости капитала. Так, проект, в котором основная часть притока денежных средств падает на первые годы его реализации, т. е. возмещение сделанных инвестиций осуществляется более интенсивно, в меньшей степени чувствителен к удорожанию стоимости за пользование источником средств.

Анализ объема возможной реализации продукции также является немаловажным показателем инвестиционной привлекательности проекта. Переоценка предполагаемой доли рынка приведет к неэффективному использованию производственных мощностей предприятия, а недооценка показателя - к потере доли рынка, т.е. неэффективному вложению инвестиционных средств.

Итак, в основе анализа инвестиционного проекта лежит оценка ряда параметров, позволяющих построить прогнозную модель. В наиболее общем виде инвестиционный проект  $IP$  представляет собой следующую модель:

$$IP = \{IC_j, CF_k, n, r\},$$

где  $IC_j$  - инвестиция в  $j$ -м году,  $j = 1, 2, \dots, m$  (чаще всего считается, что  $m = 1$ );

$CF_k$  - приток (отток) денежных средств в  $k$ -м году,  $k = 1, 2, \dots, n$ ;

$n$  - продолжительность проекта;

$r$  - ставка дисконтирования.

В заключение можно сформулировать особенности, присущие любому анализируемому инвестиционному проекту:

1. Основу любого инвестиционного проекта составляет денежный поток. В некоторых аналитических методиках отслеживание движения денежных средств заменяется прогнозом значений чистой годовой прибыли, генерируемой проектом.

2. При проведении анализа инвестиционных проектов необходимо деление всего анализируемого периода на равные базовые отрезки любой продолжительности (месяц, квартал, год, пятилетка и др.).

3. Списание либо зачисление денежных средств осуществляется в конце каждого прогнозного периода.

4. Зачисление денежных средств в начале инвестиционного проекта происходит в нулевом периоде (предшествующем первому).

5. При применении ставки дисконтирования обязательно учитывать период реализации инвестиционного проекта.

Существует множество методик и подходов к анализу инвестиционных проектов. Их многообразие продиктовано возможностью применения большого количества критериев оценки, целью, поставленной инвестором при реализации проекта, опытом эксперта, осуществляющего процесс анализа.

*Поступила в редакцию 07.12.2009 г.*