

### 8.3. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ И РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Алиев А.Р., аспирант кафедры «Финансы и кредит»

*Всероссийская государственная налоговая академия  
Министерства финансов РФ*

Статья посвящена рассмотрению существующих подходов к оценке эффективности инвестиционных проектов – они разнообразны, учитывают разные показатели и критерии, а также имеют множество методов оценки проектов. Однако они не всегда могут быть использованы в Российской Федерации ввиду особенностей страны. В статье проведен анализ методов, критериев и рисков, связанных с оценкой эффективности инвестиционных проектов, и предложены пути совершенствования подходов к оценке эффективности инвестиционных проектов.

Инвестиции – долгосрочные вложения частного или государственного капитала в различные отрасли национальной (внутренние инвестиции) или зарубежной (заграничные инвестиции) экономики с целью получения прибыли. В соответствии с Федеральным законом «Об иностранных инвестициях в РФ» от 9 июля 1999 г. №М 160-ФЗ под инвестициями понимают:

- денежные средства;
- целевые банковские вклады;
- пай;
- акции, ценные бумаги;
- технологии;
- машины и оборудование;
- лицензии;
- кредиты;
- имущественные права;
- интеллектуальные ценности, вкладываемые в предпринимательские и другие виды деятельности с целью получения прибыли (дохода) и социально-экономического эффекта [1].

Согласно Положению по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций (утверждено письмом Министерства финансов РФ от 30 декабря 1993 г. №160), под долгосрочными инвестициями в основные средства понимают затраты на создание и воспроизводство основных средств. Инвестиции могут осуществляться в форме капитального строительства и приобретения объектов основных средств.

Инвестиции вкладываются на продолжительный период, начиная с постановки цели инвестирования и заканчивая закрытием предприятия после полной отдачи вложенного капитала.

Инвестиции подразделяются на: реальные, финансовые и интеллектуальные.

- реальные (прямые) инвестиции – вложение капитала частной фирмой или государством в производство какой-либо продукции;
- финансовые инвестиции – вложения в финансовые институты, т.е. вложения в акции, облигации и другие ценные бумаги, выпущенные частными компаниями или государством, и в иные объекты, а также банковские депозиты;
- интеллектуальные инвестиции – подготовка специалистов на курсах, передача опыта, лицензий и ноу-хау, совместные научные разработки и др.

Понятие инвестиционного менеджмента в условиях переходной экономики, как правило, относится к

управлению двумя видами инвестиций: реальными и финансовыми.

По отношению к совокупности этих двух видов инвестиций на предприятиях применяют понятие инвестиционного портфеля, а инвестиции в различные виды активов, связанные единой инвестиционной политикой, называются портфельными инвестициями.

В качестве отдачи от инвестиций принимается разность между доходами в течение срока использования инвестиционных ресурсов и затратами денежных средств в том же периоде (издержки производства, налоги и т.д.). Эта разность в итоге является либо прибылью, либо убытками.

История оценок инвестиционной привлекательности, или инвестиционного климата стран мира, насчитывает более 30 лет. Первые такого рода оценки были разработаны и применены западными экспертами в середине 1960-х гг.

Одной из первых в этом направлении являлось исследование Гарвардской школы бизнеса. В основу сопоставления была положена экспертная шкала, включавшая следующие характеристики каждой страны:

- законодательные условия для иностранных и национальных инвесторов;
- возможность вывоза капитала;
- состояние национальной валюты;
- политическая ситуация в стране;
- уровень инфляции;
- возможность использования национального капитала.

Этот круг показателей был недостаточно детален для адекватного отражения всего комплекса условий, обычно принимаемых во внимание инвесторами.

Поэтому дальнейшее развитие методического аппарата сравнительной оценки инвестиционной привлекательности стран пошло по пути расширения и усложнения системы оцениваемых экспертами параметров и введения количественных (статистических) показателей. Наиболее часто использовались следующие параметры и показатели: тип экономической системы, макроэкономические показатели (объем валового национального продукта (ВНП), структура экономики и др.), обеспеченность природными ресурсами, состояние инфраструктуры, условия развития внешней торговли, участие государства в экономике.

В Российской Федерации совместными усилиями ведущих институтов разработаны Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов от 21 июня 1999 г. №ВК 477 и их отбору для финансирования, ориентированные на унификацию методов оценки эффективности инвестиционных проектов в условиях перехода экономики РФ к рыночным отношениям [2]. Рекомендации основываются на методологии, широко применяемой в современной международной практике, и согласуются с методами, предложенными Организацией Объединенных Наций по промышленному развитию (ЮНИДО). В них используются также подходы, выработанные при создании отечественных методик. Основные подходы едины во всех описанных рекомендациях.

В соответствии с Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования (утверждены Государственным комитетом по строительной, архитектурной и жилищной политике РФ, Министерством экономического развития РФ, Министерством финансов РФ, Государственным комитетом по промышленной политике

РФ №7-12/47 от 31 марта 1994 г.), основными методами оценки экономической эффективности являются:

- метод чистого дисконтированного дохода;
- метод срока окупаемости;
- метод индекса доходности и рентабельности проекта;
- метод внутренней нормы доходности;
- расчет точки безубыточности проекта.

В этих методических рекомендациях заложены принципы и сложившиеся в мировой практике подходы к оценке эффективности инвестиционных проектов, адаптированные для условий перехода к рыночной экономике [6].

Главными из них являются:

- моделирование потоков продукции, ресурсов и денежных средств;
- учет результатов анализа рынка, финансового состояния предприятия, претендующего на реализацию проекта, степени доверия к руководителям проекта, влияния реализации проекта на окружающую природную среду и т.д.;
- определение эффекта посредством сопоставления предстоящих интегральных результатов и затрат с ориентацией на достижение требуемой нормы дохода на капитал или иных показателей;
- приведение предстоящих разновременных расходов и доходов к условиям их соизмеримости по экономической ценности в начальном периоде;
- учет влияния инфляции, задержек платежей и других факторов, влияющих на ценность используемых денежных средств;
- учет неопределенности и рисков, связанных с осуществлением проекта.

Методические рекомендации ориентированы на решение следующих основных задач:

- оценки реализуемости и эффективности инвестиционных проектов;
- обоснование целесообразности участия в реализации инвестиционных проектов заинтересованных предприятий, банков, российских и иностранных инвесторов, федеральных и региональных органов государственного управления;
- сравнение вариантов проекта;
- государственная, отраслевая и другие виды экспертиз инвестиционных проектов.

Критерии, необходимые для оценки инвестиционных проектов, могут различаться в зависимости от конкретных особенностей организации, ее отраслевой принадлежности и стратегической направленности. При составлении перечня критериев необходимо использовать лишь те из них, которые вытекают непосредственно из целей, стратегии и задач организации, ее долгосрочных планов. Проекты, получающие высокую оценку с позиции одних целей, стратегий и задач, могут не получить ее с точки зрения других [4].

При оценке эффективности инвестиционного проекта соизмерение разновременных показателей осуществляется путем приведения их к ценности в начальном периоде, так как одинаковые по величине затраты, осуществляемые в разное время, экономически неравнозначны. Значительная продолжительность жизненного цикла проекта приводит к экономической неравноценности осуществляемых в разное время затрат и получаемых результатов. Это противоречие устраняется с помощью так называемого метода приведенной стоимости, или дисконтирования, т.е. приведения затрат и результатов к одному моменту. В качестве такого момента времени можно принять, например, год начала реализации проекта.

Дисконтирование основано на том, что любая сумма, которая будет получена в будущем, в настоящее время обладает меньшей ценностью. С помощью дискон-

тирования в финансовых вычислениях учитывается фактор времени. Идея дисконтирования состоит в том, что для фирмы предпочтительнее получить деньги сегодня, а не завтра, поскольку, будучи инвестированы в проект, они завтра уже принесут определенный дополнительный доход. Кроме того, откладывать получение денег на будущее рискованно: при неблагоприятных обстоятельствах они принесут меньший доход, чем ожидалось, а то и совсем не поступят [7] (табл. 1).

Таблица 1

**МЕТОДЫ АНАЛИЗА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОЕКТОВ**

Показатель	Метод							
	NPV	IRR	PI	PP	DPP	ARR	DARR	ROI
Затраты	+	+	+	+	+	+	+	+
Доходы	+	+	+	+	+	-	-	-
Инфляция	+	+	+	-	+	-	+	-
Срок	+	+	+	+	+	-	+	-
Прибыль	-	-	-	-	-	+	+	+

Методы, используемые в анализе инвестиционной деятельности, можно подразделить на две группы в зависимости от того, учитывается или нет временной параметр:

- статические – основанные на учетных оценках, не учитывают фактор времени;
- динамические – основанные на дисконтированных оценках, учитывают фактор времени.

Статические методы, в которых денежные потоки, возникающие в разные моменты, рассматриваются как равноценные, и не предполагающие использование концепции дисконтирования, характеризуются показателями:

- срок-период окупаемости инвестиций (payback period, **PP**);
- коэффициент эффективности инвестиций (accounted rate of return, **ARR**);
- коэффициент покрытия долга **DCR**;
- показатель возврата на инвестицию **ROI**.

Динамические методы, в которых денежные потоки, вызванные реализацией проекта, приводятся к эквивалентной основе посредством дисконтирования и обеспечивают сопоставимость разновременных денежных потоков, характеризуются показателями:

- чистая приведенная стоимость (net present value **NPV**);
- внутренняя норма прибыли (internal rate of return, **IRR**);
- модифицированная внутренняя норма прибыли (modified internal rate of return, **MIRR**);
- индекс рентабельности инвестиций (profitability index **PI**);
- дисконтированный срок окупаемости инвестиций (discounted payback period **DPP**);
- дисконтированный коэффициент эффективности инвестиций **DAAR**.

Оценка экономической эффективности затрат, осуществляемых в ходе реализации проекта, занимает центральное место в выборе возможных вариантов вложения средств. При разработке этого раздела бизнес-плана оцениваются эффективность проекта в целом и эффективность участия в проекте. Эффективность проекта в целом показывает его потенциальную привлекательность для возможных участников и источников финансирования. Эффективность участия в проекте определяется с целью проверки его реализуемости и заинтересованности в нем всех участников.

Процесс оценки проекта ни в коем случае не может быть сведен к примитивному исчислению некоторого показателя. Никакой подобный показатель, каким бы сложным или, напротив, простым он ни был, не может

рассматриваться как единственный и безусловный аргумент в пользу принятия или отклонения проекта; он может быть лишь одним из аргументов при принятии решения. Оценка любого инвестиционного проекта имеет комплексный характер, т.е. подразумевает не только количественные, но и качественные критерии. Ни один из перечисленных показателей сам по себе не является достаточным для решения о реализации или отклонении инвестиции. Решение об инвестировании должно приниматься с учетом значений всех перечисленных критериев и интересов всех участников инвестиционного процесса. Необходимо особо подчеркнуть, что применение методов оценки и анализа проектов предполагает множественность используемых прогнозных оценок и расчетов [8].

Привлечение в широких масштабах национальных и иностранных инвестиций в российскую экономику преследует долговременные стратегические цели создания в Российской Федерации цивилизованного, социально ориентированного общества, характеризующегося высоким качеством жизни населения, в основе которого лежит смешанная экономика, предполагающая не только совместное эффективное функционирование различных форм собственности, но и интернационализацию рынка товаров, рабочей силы и капитала. А иностранный капитал может принести в РФ достижения научно-технического прогресса и передовой управленческий опыт. Поэтому включение РФ в мировое хозяйство и привлечение иностранного капитала – необходимое условие построения в стране современного гражданского общества. Привлечение иностранного капитала в материальное производство гораздо выгоднее, чем получение кредитов для покупки необходимых товаров, которые по-прежнему растрачиваются бессистемно и только умножают государственные долги [5].

Приток иностранных инвестиций жизненно важен и для достижения среднесрочных целей – выхода из современного общественно-экономического кризиса, преодоление спада производства и ухудшения качества

жизни россиян. При этом необходимо иметь в виду, что интересы российского общества, с одной стороны, и иностранных инвесторов – с другой, непосредственно не совпадают. РФ заинтересована в восстановлении, обновлении своего производственного потенциала, насыщении потребительского рынка высококачественными и недорогими товарами, в развитии и структурной перестройке своего экспортного потенциала, проведении антиимпортной политики, в привнесении в наше общество западной управленческой культуры. Иностранные инвесторы естественно заинтересованы в новом плацдарме для получения прибыли за счет обширного внутреннего рынка РФ, ее природных богатств, квалифицированной и дешевой рабочей силы, достижений отечественной науки и техники [3].

Поэтому перед государством стоит сложная и достаточно деликатная задача: привлечь в страну иностранный капитал, не лишая его собственных стимулов и направляя его мерами экономического регулирования на достижение общественных целей. Привлекая иностранный капитал, нельзя допускать дискриминации в отношении национальных инвесторов. Не следует предоставлять предприятиям с иностранными инвестициями налоговые льготы, которых не имеют российские, занятые в той же сфере деятельности. Как показал опыт, такая мера практически не влияет на инвестиционную активность иностранного капитала, но приводит к возникновению на месте бывших отечественных производств предприятий с формальным иностранным участием, претендующих на льготное налогообложение.

Нужно стремиться создать благоприятный инвестиционный климат не только для иностранных инвесторов, но и для своих собственных. И речь не о том, чтобы найти им средства на осуществление инвестиций. Российскому частному капиталу также нужны гарантии от принудительных изъятий и произвола властей, система страхования от некоммерческих рисков, а также стабильные условия работы при осуществлении долгосрочных капиталовложений.

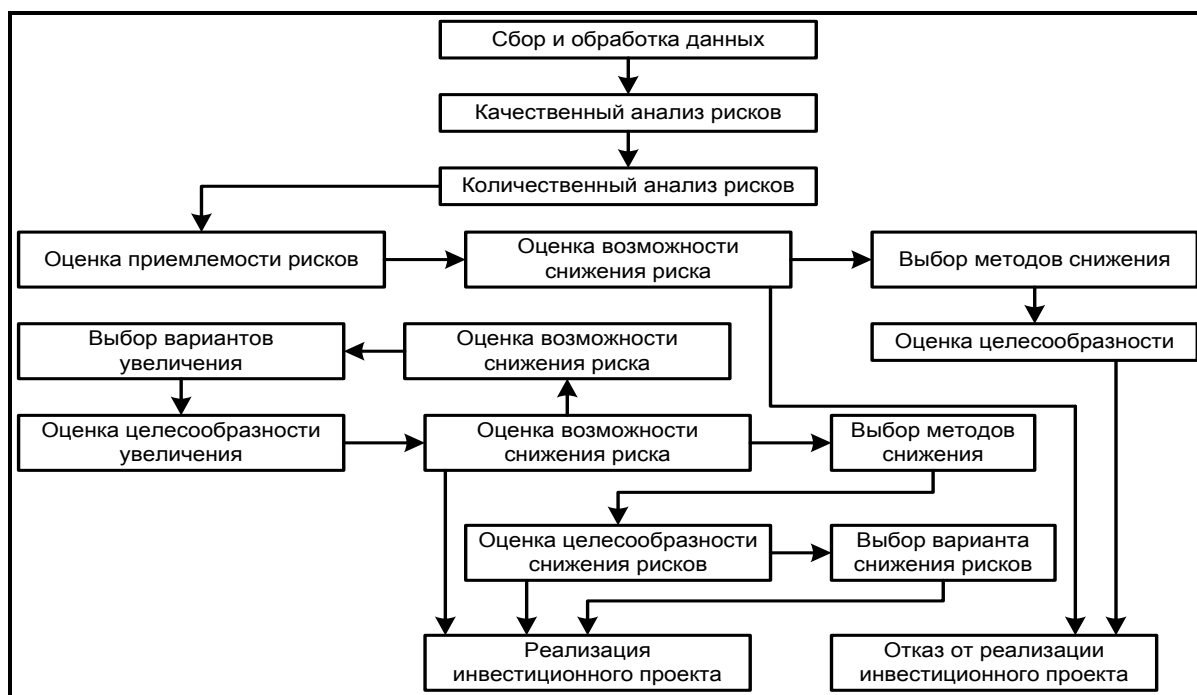


Рис. 1. Алгоритм принятия решения по анализу рисков по инвестиционным проектам

Факторы, способствующие притоку в РФ иностранных инвестиций.

1. Совершенствование налоговой системы предполагает ее последовательное преобразование, устранение множественности действующих налоговых режимов в стране в целях создания рациональной, несущей регулирующие, стимулирующие и фискальные функции системы и установление единого налогового правопорядка. В мировой практике в инвестиционном законодательстве принято устанавливать дифференцированный режим для инвесторов. В законодательстве РФ также следует предусмотреть несколько правовых режимов для иностранных инвесторов. Они должны применяться в зависимости от вкладываемого капитала и от того, в какие отрасли и регионы направляются средства.
2. Приведение системы бухгалтерского учета в РФ к международным стандартам. Многие западные инвесторы и банкиры полагают, что бухгалтерский учет в РФ не отвечает международным нормам, отчетность российских организаций непонятна их западным партнерам, не отражает реального имущественного и финансового положения отчитывающихся организаций и вообще «непрозрачна и ненадежна».
3. Устранение внутренних и внешних барьеров к экспорту российских товаров. Зарубежные эксперты отмечают, что политика российского правительства до сих пор остается непоследовательной, а многие факторы, препятствующие приходу капитала, нельзя исправить за короткий срок.
4. Реализация инвестиционных проектов в регионах РФ.

Предпринимательский климат регионов РФ изучен недостаточно. По данным Российского союза промышленников и предпринимателей, который совместно с Московским национальным банком провел исследование факторов привлечения иностранных инвесторов в различные районы РФ, в стране нет непривлекательных регионов: даже в «убыточных» можно найти экономически выгодные объекты для инвестиций; следует, однако, всесторонне оценить совокупность факторов, которые определяют хозяйственную целесообразность как со стороны инвестора, так и принимающей стороны. По данным центра содействия иностранным инвестициям

при Министерстве экономического развития РФ, трудности при реализации инвестиционных проектов возникают в таких, казалось бы, простых вопросах, как распределение получаемого дохода, степень участия каждой из сторон, формы финансирования.

Как показывает в последнее время практика общения администраций регионов с зарубежными инвесторами, установить деловое сотрудничество удается в том случае, когда и инвестор, и администрация региона четко представляют и формулируют свои цели, учитывают свои и чужие интересы. Об этом говорит опыт Татарстана и Алтайского края, где переговоры о непосредственном вложении средств со стороны американских компаний начались лишь после того, как на предварительной стадии были решены все основные вопросы: от перечня отраслей и предприятий, нуждающихся в инвестициях, до технических параметров проектов.

Для привлечения иностранных инвесторов регионы используют законодательно предоставленную возможность самостоятельно определять количество и ставки налогов. Согласно докладу «Инвестиционный климат регионов России: опыт оценки и пути улучшения», подготовленному группой экономистов по заказу Торгово-промышленной палаты, в части регионов законы о налоговых льготах принимаются на один год. Это вынуждает иностранных инвесторов действовать очень осторожно, поскольку они опасаются, что в дальнейшем льготы могут быть отменены. Один из методов предоставления инвесторам гарантий – долевое участие регионального бюджета в проектах. Другой подход – создание инвестиционных и залоговых фондов, которые объединяют финансовые средства государства и частных лиц. Все большую популярность приобретает такая форма привлечения инвесторов, как выпуск областных займов. Он широко используется в Нижегородской, Пермской и Ленинградской областях. В связи с этим представляется целесообразным обмен опытом между регионами в целях создания информационной базы

данных об использовании иностранных инвестиций в различных районах РФ.

### Литература

1. Об иностранных инвестициях в РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 9 июля 1999 г. №160-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов [Электронный ресурс] : утв. М-вом экономики РФ, М-вом финансов РФ, Госуд. комитетом РФ по строительной, архитектурной и жилищной политике 21 июня 1999 г. №ВК 477. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Буянов В.П. и др. Рискология (управления рисками) [Текст] / В.П. Буянов, К.А. Кирсанов, Л.М. Михайлов. – М. : Экзамен, 2003. – 384 с.
4. Воробьев П.П. и др. Инвестиции [Текст] : учеб. для вузов / П.П. Воробьев, С.В. Валдайцев ; под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Ляпина. – М. : Велби, Проспект, 2005. – 440 с.
5. Грачева М.В. Риск-анализ инвестиционного проекта [Текст] : учеб. для вузов / М.В. Грачева. – М. : Юнити-Дана, 2001. – 351 с.
6. Игонина Л.Л. Инвестиции [Текст] / Л.Л. Игонина. – М. : Юристь, 2006. – 43 с.
7. Савчук В.П. и др. Анализ и разработка инвестиционных проектов [Текст] / В.П. Савчук, С.И. Прилипко, Е.Г. Величко. – М. : Абсолют-В, Эльга, 2005. – 304 с.
8. Фальцман В.К. Оценка инвестиционных проектов и предприятий [Текст] / В.К. Фальцман. – М. : ТЕИС, 2004. – 56 с.

### Ключевые слова

Инвестиции; иностранный опыт оценки инвестиций; российский опыт оценки инвестиций; методы и критерии оценки проектов; риски связанные с проектами; пути совершенствования подходов к оценке эффективности инвестиционных проектов.

*Алиев Али Русланович*

### РЕЦЕНЗИЯ

Существующие подходы к оценке эффективности инвестиционных проектов разнообразны, учитывают разные показатели и критерии, а также имеют множество методов оценки проектов. Однако они не всегда могут быть использованы в Российской Федерации ввиду особенностей страны.

Ни для кого не секрет, что инвестиционный климат формируется именно на Западе. Российская экономическая модель еще слишком неустойчива и, соответственно, не столь привлекательна для инвесторов. Автор рассматривает привлекательность рынка как для иностранных, так и для внутренних инвесторов. Это определяет актуальность вопроса, освещенного в статье.

Автор выделяет в статье факторы, способствующие притоку в РФ иностранных инвестиций. Таким образом статья имеет как научную, так и практическую ценность и полезна при изучении инвестиционного моделирования и изучения рынка инвестиций в целом.

Статья имеет научную и практическую ценность и полезна при изучении экономических аспектов как инвестиций, так инновационных методик развития рыночной экономики.

*Ишина И.В., д.э.н., зав. кафедры «Финансы и кредит» Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов РФ*