

сформулирована концепция его дальнейшего развития. Поэтому данная проблема заслуживает пристального внимания со стороны ученых-экономистов и нуждается в дальнейших разработках.

### Источники и литература

1. Эванс Дж., Берман Б. Маркетинг: Сокр. пер. с англ. – М.: Экономика, 1990. – 335 с.
2. Данько Т.П. Управление маркетингом (методологический аспект): Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 280 с.
3. Беляев В.И. Маркетинг: основы теории и практики: Учебное пособие. – М.: из-во «КНОРУС», 2005. – 672 с.
4. Маркетинг под ред. Кредисова А.И. – К.: Украина, 1995. – 399 с.
5. Азарян Е.М. Международный маркетинг: Учебно-практическое пособие - К.: ИСМО МО Украины: НВФ «Студцентр», 1998. – 200 с.
6. Голиков Е.А. Маркетинг и логистика: Учебное пособие. – М.: ИД «Дашков и К», 1999. – 412 с.
7. Евдокимов Ф.И., Гавва В.М. Азбука маркетинга: Учебное пособие.-3-е изд. перераб. и доп. – Донецк: Сталкер, 1998. – 432 с.
8. Сребник Б.В. Маркетинг: учебное пособие. – М.: Высшая школа, 2005. – 360 с.
9. Лавров А.М., Сурин В.С. Реформирование экономики: региональные аспекты. Ч.2: Региональный маркетинг и тенденции его развития. – Кемерово: Кузбассвузиздат, 1994. – 320 с.
10. Черномаз П.О. Маркетингова географія: історія виникнення і перспективи розвитку в Україні // Краєзнавство. Географія. Туризм. – 2002. – № 21.
11. Арженовский И.В. Маркетинг регионов. – <http://marketing.spb.ru>
12. Федонюк С. Зміст, структура та функції регіонального маркетингу в територіальній соціально-економічній системі // Науковий вісник ВДУ. – 1999. – № 9.
13. Ревенко Н.Г., Теренова И.В. Маркетинговые концепции в формировании экономического потенциала региона // Тезисы докладов III международной научно-практической конференции «Маркетинг и логистика в системе менеджмента». – Львов: Издательство НУ «Львівська політехніка». – 2000. – С. 257-259.
14. Мороз Л.А., Чухрай Н.И. Маркетинг: Учебник / Под редакцией Л.А. Мороз, 2-е изд. – Львов : Национальный университет «Львовская политехника», «Интеллект-запад», 2002. – 244 с.
15. Гайванович Н.В. Маркетинг и логистика в формировании региональной инфраструктуры // Тезисы докладов III международной научно-практической конференции «Маркетинг и логистика в системе менеджмента». – Львов: Издательство НУ «Львівська політехніка» 2000. –С. 43–45.

**Кузьмина Н.В., Дерябин А.Н.**

### **АНАЛИЗ СОВРЕМЕННЫХ МЕТОДОВ ДИАГНОСТИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ**

Актуальность темы и цель статьи. Современный этап развития национальной экономики характеризуется актуализацией процессов повышения эффективности производственной структуры и развития внутреннего рынка посредством инновационных процессов, требующих определенных капитальных вложений. Однако из-за неустойчивого состояния преобладающей части хозяйствующих субъектов, недостатка собственных инвестиционных ресурсов, объективно необходимым становится все более широкое привлечение инвестиций, как внутренних, так и внешних. Ряд принятых законодательных актов в отношении инвестиционной деятельности, дали инвесторам свободу выбора как объектов инвестирования, так и критериев оценки эффективности проектов и источников финансирования. Действенность принятых законодательных актов представлена в таблице 1 и отражает динамику прироста инвестиций в основной капитал и прироста валового внутреннего продукта. При этом следует отметить, что прирост инвестиций в основной капитал за последние годы значительно выше, чем прирост валового внутреннего продукта и это свидетельствует об увеличении количества проектов привлекательных для инвестирования. Поэтому при сложившейся положительной тенденции для дальнейшего увеличения притока инвестиций в экономику Украины, и учитывая характерные особенности инвестиционного процесса (разрыв во времени между вложением капитала и получением дохода) инвестор предъявляет все более жесткие требования к обоснованию привлекательности инвестиционного проекта. В связи с чем возникает необходимость в разработке и адаптации современных методов экономической диагностики и оценки привлекательности предлагаемых проектов, способных предоставить емкую и адекватную характеристику, выступающую основой для принятия инвестором решения, о том, является ли конкретный проект экономически оправданным. Именно по этому цель данной статьи заключается в выявлении методов, отвечающих вышеизложенным условиям, из совокупности уже существующих.

**Таблица 1.** Валовый внутренний продукт и объемы инвестиций в основной капитал Украины в 1997–2004 годах [1, с.93]

№ п/п	Показатель	Годы							
		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1	ВВП, млрд. грн.	93,4	102,6	130,4	170,1	204,2	225,8	263,3	345,9
2	Темп роста к соответствующему периоду предыдущего года, %	97,0	98,1	99,8	105,9	109,2	104,8	109,6	112,0
3	Инвестиции в основной капитал, млн. грн.	12401	13958	17552	23630	32573	37178	49628	62500
4	Темп роста к соответствующему периоду предыдущего года, %	91,2	106,1	100,4	114,4	120,8	108,9	133,5	125,9

**Изложение основного материала.** Вопросам оценки привлекательности и обоснованности инвестиционных проектов уделяют внимание ряд отечественных и зарубежных ученых. В первую очередь следует назвать научные работы П.Вахрина [2], Г.Бирмана [3], С. Шмидта [3], Д.Фридмана [4], Н.Ордуея [4], а также работы отечественных ученых И.Бланка [5], А.Гальчинского [6], В.Зимовца [7], А.Мертенса [8], П.Орлова [9], в которых рассматриваются основные методики и способы отбора инвестиционных проектов.

Анализ результатов исследований в данном направлении показал, что на сегодняшний момент на практике применяются универсальные методы определения инвестиционной привлекательности проектов, которые дают формальный ответ: выгодно ли вкладывать капитал в данный проект, какому проекту отдать предпочтение при выборе из нескольких вариантов [15]. Поскольку экономическая оценка инвестиционной привлекательности проекта непосредственно зависит от величины вложений в него капитала и потока доходов от его использования необходимо оценить насколько полученные результаты соответствуют требованиям инвестора по таким показателям, как уровень прибыльности и срок окупаемости с учетом ситуации на рынке инвестиций, состояния финансового рынка, инфляционных процессов, возможности альтернативного инвестирования и т.д. Другими словами, для выбора инвестиционного проекта, инвестор концентрирует особое внимание на «здоровье» предполагаемого субъекта хозяйствования. Поэтому методы, применяемые для оценки обоснованности проекта, в полной мере касаются анализа технических, коммерческих, рыночных, управленческих, организационных, финансовых и экономических аспектов деятельности.

Как отмечалось ранее, для оценки привлекательности и целесообразности инвестиционных проектов, учеными экономистами предлагается ряд методов и методик, совокупность которых принято разделять на две группы: традиционную и дисконтную. Анализируя особенности применения выделенных групп можно выделить преимущества или недостатки той или иной методики.

И так, при использовании традиционной методики, принимаются во внимание характеристики первичных (не дисконтированных) денежных потоков. При этом для обобщенной оценки инвестиционных проектов применяется два основных способа, базирующихся на данных бухгалтерского учета:

1. В рамках первого способа определяется период времени, за который доходы покрывают расходы на реализацию проектов, а критерий целесообразности реализации инвестиционного проекта определяется тем, что продолжительность срока окупаемости инвестиционного проекта является меньшей сравнительно с экономически оправданным сроком его окупаемости [10].

2. Суть второго способа состоит в определении отношения между доходом от реализации инвестиционного проекта и вложенным капиталом или в определении процента прибыли на капитал [11].

Недостатком традиционной методики является то, что она не учитывает временную теорию денег: фактически в ее основе лежит идея бесплатности ресурсов; осуществляется свободное сравнение денежных потоков различных по времени поступления (расходования). Кроме того, игнорируются доходы от возможного реинвестирования капитала, не учитывается фактор инфляции при сравнении денежных потоков и фактор риска, связанный с реализацией проекта. Следовательно, для оценки и обоснования привлекательности инвестиционного проекта использование данной методики сегодня можно считать не целесообразным.

В основу второй группы обозначенных методик для диагностирования и оценки эффективности инвестиционных проектов положен принцип дисконтирования. Использование на практике принципа дисконтирования позволяет выделить ряд особенностей, во-первых, учитывая долговременность финансирования инвестиционного проекта, все денежные потоки по проекту можно привести к текущей стоимости. Во-вторых, появляется возможность учитывать концепцию альтернативной стоимости ресурсов, согласно которой расходы на использование ресурсов равны стоимости последних в случае альтернативного их использования. И как следствие, в результате рассчитывается не бухгалтерская, а экономическая прибыль, то есть появляется возможность определения величины средств, которые могут поступить сверх нормальной прибыли. В-третьих, рассматриваемая методика использует концепцию прогнозирования денежных потоков на основе оценки емкости рынков, будущих цен, ставки на финансовых рынках и т. д., которая составляется с применением разнообразных методов технического и фундаментального анализа (метод трендов, регрессивный и др.). В-четвертых, учитывается период жизни проекта и в-пятых, при сравнении денежных потоков учитывается влияние на них инфляционных процессов.

Дисконтная методика оценки эффективности инвестиционных проектов базируется на анализе и диагностике таких показателей как: чистая приведенная стоимость проекта (NPV), индекс доходности (PI), внутренняя норма доходности (IRR) и период окупаемости (PB) [3].

С учетом вышесказанного, применение дисконтной методики для диагностики и оценки экономической эффективности инвестиционных проектов, в целом, можно считать более эффективной по сравнению с традиционной [2, 3, 5, 8]. Однако и она не лишена существенных недостатков: довольно противоречив главный ее принцип, а именно, приведение всех денежных потоков, предусмотренных проектом, к текущей стоимости [13].

Такое противоречие обнаруживается при анализе экономического содержания показателей, применяемых в данной методике, центральным из которых является показатель NPV, определяемый по формуле:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{(P_t + D_t)}{(1+i)^t} - C ; \quad (1)$$

где  $P_t$  - прибыль предприятия в  $i$ -м году;  $D_t$  - амортизационные поступления  $i$ -го года;  $C$  – суммарные инвестиции;  $i$  – ставка дисконтирования;  $n$  – число лет функционирования проекта.

Рассматривая экономическую сущность показателя NPV, отечественные ученые, Бубенко И. и Растяпин А. [13], выявляют неадекватность использования временной теории денег при решении ряда задач, поставленных в процессе проектирования данного показателя. Данное предположение авторов, в рамках дисконтной методики, обусловлено тем, что:

во-первых, финансовый результат от реализации проекта уменьшается на такие суммы, как плата за использование заемных средств и альтернативные расходы отвлечения собственных ресурсов, путем дисконтирования доходов, а Бубенко И. и Растяпин А. предлагают наращивать сумму капитальных вложений  $C$  в проект по средней ставке стоимости капитала  $i$  (ставка, учитывающая стоимость заемных ресурсов и альтернативные расходы на пользование собственных ресурсов):

$$FE = \sum_{t=1}^n (P_t + D_t) - \sum_{t=1}^n C_t \cdot (1+i)^t \quad (2)$$

Где FE – финансовый результат.

во-вторых, финансовый результат от эксплуатации инвестиционного проекта определяется экономической прибылью (EP), то есть прибыль предприятия за вычетом нормальной (среднерыночной) прибыли, которую получит предприятие в период эксплуатации проекта. Однако Бубенко И. и Растяпин А. считают, что финансовый результат от эксплуатации инвестиционного проекта должен быть исчислен не как превышение общей прибыли над нормальной, а как сумма нормальной и экономической прибылей (общая прибыль), что даст возможность сопоставлять ее с показателями прибыльности других проектов, в том числе проектов, имеющих нормальный или даже ниже, чем нормальный, уровень финансового результата. Последний должен соответствовать действительности, то есть показывать реальную прибыль, которую получит предприятие за период функционирования проекта. Вычитая из общей прибыли нормальную, мы искусственно ее корректируем, при этом исключается из рассмотрения часть прибыли от реализации проекта.

На основании анализа экономической сущности и особенностей показателя NPV, Бубенко И. и Растяпин А. делают следующий вывод: данный показатель характеризует экономическую эффективность не эксплуатации проекта, а его немедленной перепродажи, а потому может использоваться только для оценки результата операций по покупке определенных объектов с целью их перепродажи, но не эффективности осуществления инвестиционных проектов (то есть не оценки прямых, реальных инвестиций). Данное высказывание относится и к остальным показателям, используемым для оценки экономической эффективности инвестиционных проектов - PI, IRR, PB.

Таким образом, рассмотренная дисконтная методика, так же как и традиционная, не вполне адекватна реальным финансовым показателям инвестиционных проектов.

Для решения проблемы неадекватности существующих методик Бубенко И. и Растяпин А. предлагают альтернативный подход к оценке экономической эффективности инвестиций, основанный не на дисконтировании денежных потоков, а на их наращивании (компаундинге), то есть приведении к будущей стоимости. В данном случае речь идет о модифицированной концепции стоимости денег во времени, которая, по их мнению, дает возможность определить реальные экономические результаты от эксплуатации инвестиционного проекта за конкретный промежуток времени и учесть недостатки дисконтной методики инвестиционного анализа. Кроме этого для оценки эффективности инвестиционных проектов предлагается учитывать концепцию платности ресурсов, которая отличается от концепции альтернативной стоимости ресурсов тем, что в расходы не включается нормальная прибыль. Согласно данной концепции, все без исключения ресурсы, которые предприятие использует в своей деятельности, имеют цену, а потому являются расходами.

Исходя из принципа компаундинга и учета концепции платности ресурсов, они выстраивают четыре показателя для диагностики и оценки эффективности инвестиционного проекта:

1. Финансовый результат, который представляет собой разность между приведенными к будущей стоимости путем компаундинга денежными потоками доходов по инвестиционному проекту:

$$FFE = \sum_{t=1}^n [(P_t + D_t)(1+i)^{n-t}] - \sum_{t=1}^n C_t(1+j)^{n-t} ; \quad (3)$$

Где  $C_t$  - инвестиции в проект в  $i$ -м году;  $j$  – ставка наращивания расходов (средневзвешенная стоимость капитала или норма ссудного процента).

$$2. \text{ Индекс доходности} \quad PPA = \frac{FFE + C}{C} \quad (4)$$

$$3. \text{ Среднегодовая норма доходности (ERR) рассчитанная из уравнения } FFE_{ERR} = 0 : \\ \sum_{t=1}^n [(P_t + D_t)(1+i)^{n-t}] - \sum_{t=1}^n C_t(1+ERR)^{n-t} = 0 ; \quad (5)$$

$$4. \text{ Период окупаемости: } RP = \frac{C \cdot n}{FFE + C} \quad (6)$$

На основании особенностей рассмотренных методик диагностики и оценки привлекательности инвестиционного проекта, по мнению Бубенко И. и Растяпин А., а также мнению авторов статьи, можно утверждать, что принцип компаундинга, альтернативный принципу дисконтирования, дает возможность более полно учитывать финансово-экономические процессы, происходящие при реализации инвестиционного проекта и включать их при рассмотрении всех денежных потоков [13]. Кроме этого, принцип компаундинга позволяет учесть доход от возможного реинвестирования капитала и стоимость использования заемных средств и собственного капитала посредством приведения всех денежных потоков по проекту к будущей стоимости.

#### ВЫВОД

Обобщая, следует обозначить, что из всех рассмотренных методов диагностирования и оценки эффективности инвестиционных проектов - альтернативный метод, предложенный Бубенко И. и Растяпиным А., наиболее объективно отображает уровень финансово-экономической результативности проекта. Однако, для достижения желаемых результатов, важно диагностировать общее состояние субъекта хозяйствования, для которого рассчитывается инвестиционный проект, в условиях ограниченности ресурсов посредством его технических, коммерческих, рыночных, управленческих, организационных, финансовых и экономических аспектов. Таким образом, исследования в данной области требуют дальнейшей углубленной разработки.

#### Источники и литература

1. Василик Д. О. Оценка эффективности инвестиционных проектов // Финансы Украины. – 2005. – №6. – С. 93 – 102.
2. Вахрин П. И. Инвестиции: Учебник. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2002.
3. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер. с англ., под ред. Л. Белых. – М.: Банки и Биржи, ЮНИТИ 1997.
4. Фридман Д., Ордуей Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости / Пер. с англ. – М.: «Дело ЛТД», 1995.
5. Бланк И. О. Основы финансового менеджмента. – Т. 1, 2. – К.: Ника-Центр, 1999.
6. Гальчинский А. Становление инвестиционной модели экономического роста Украины // Экономика Украины. – 2004. – №6.
7. Зимовец В. Финансовое обеспечение инвестиционного развития экономики // Экономика Украины. – 2003. – №4.
8. Мертенс А. В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997.
9. Орлов П. Сравнительная оценка эффективности капитальных вложений // Экономика Украины. – 2004. – №1.
10. Губанова Л. И. Оценка инвестиционных проектов // Финансы Украины. – 2001. – № 10.
11. Экономический анализ: Учебное пособие / Под редакцией Ф.Ф. Бутинца. – Житомир: ПП «Рута», 2003.
12. Бригхем Э.Ф. Основы финансового менеджмента / Пер. с англ. – К., «Молодь», 1997г.
13. Бубенко И., Растяпин А. О методах оценки эффективности инвестиционных проектов // Экономика Украины. – 2002. – №12. – С. 80-83.
14. Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций: Пер. с англ. перераб. и дополн. изд. – М.: АОЗТ «Интерэксперт», «ИНФРА-М», 1995. – 528.
15. Скоробагатова Н., Сахарцева И. Методологія визначення економічної ефективності впровадження нової техніки і технології на металургічних підприємствах // Схід. – 2006. – №3. – С.39–43.