

ПРОБЛЕМИ ОЦІНКИ ПРОЕКТНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Проаналізовано та обґрунтовано вибір методу аналізу ефективності інвестиційних проектів

Постановка проблеми. В умовах кризового стану економіки України важливою умовою виживання промисловості є його реформування та реструктуризація. Умовою проведення реструктуризації є ефективність інвестування. Перш ніж вкладати кошти в інвестиційні проекти інвестор повинен обґрунтовано оцінити та проаналізувати фінансові можливості, масштаби та ефективність інвестицій, прийняти рішення за допомогою системи аналітичних показників. Основну базу для аналізу надає бухгалтерський облік.

Питання формування облікового інформаційного забезпечення здійснення аналізу ефективності інвестиційної діяльності формують необхідність застосування відповідних форм та методів його забезпечення.

У вітчизняній практиці для аналізу ефективності інвестицій використовують комплекс показників фінансового стану підприємства, що характеризує об'єкт інвестування з трьох позицій та напрямів: 1) з позиції інвестиційної привабливості (аналіз прибутковості, ринкової активності, майнового та фінансового стану, ліквідності активів підприємства, фінансової стійкості); 2) наявних інвестиційних ресурсів та витрат (наявності необоротних активів та джерел їх утворення, доходів, витрат і результатів інвестиційної діяльності); 3) ефективності інвестиційних вкладень (руху грошових потоків з метою контролю повернення інвестованих коштів). Проте сукупність даних показників найчастіше розкриває стан підприємства для управлінського персоналу ніж ефективність інвестицій у дане підприємство для інвесторів, у межах певного інвестиційного діапазону, а інвесторам необхідно надати економічне обґрунтування капіталовкладень, тому діяльність по розробці системи оцінки інвестиційних проектів є актуальною. З цього виникає потреба у вдосконаленні методів оцінки інвестицій, які б передбачали застосування математичних моделей, за допомогою яких може здійснюватися аналіз ефективності інвестицій стосовно запланованої мети і системи цілей, виходячи з певних параметрів та функціональних взаємозв'язків.

Мета дослідження. Обґрунтувати використання методів аналізу ефективності здійснення інвестиційної діяльності та визначити оптимальний метод для застосування в сучасних умовах.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблемні питання, пов'язані з аналізом інвестицій завжди знаходились в центрі уваги вчених. Значний внесок в вивчення цих проблем зробили такі дослідники, як Бондар М.І., Крупка Я.Д., Ендовицький В.А., Майорова Т.В., Іванов Н.І., Калужин А.В., Касич А.О., Протасов В.Ф., Бочаров В.В., Бочарников А.П. та ряд інших науковців.

Не дивлячись на актуальність та практичне значення цієї проблеми завершеного системного підходу до розуміння сутності, змісту, методичних принципів, а також до розробки єдиної концепції аналізу інвестиційної діяльності, яка виступає, як єдиний модуль в системі комплексного економічного аналізу так і не було сформульовано.

Викладення основного матеріалу. Для прийняття рішень в інвестиційній сфері може використовуватися практично весь обсяг обліково-аналітичної інформації, що стосується як операційної виробничо-комерційної діяльності, фінансових операцій, так і суто інвестиційної сфери для встановлення структури і обсягів реальних капітальних вкладень і фінансових інвестицій, джерел їх фінансування, інших доходів і витрат від операцій з необоротними активами.

В ході постановки та рішення комплексу задач, які відносяться до проблем реалізації інвестиційних проектів, виникає необхідність аналітичного обґрунтування одночасно фінансових (з яких джерел, в якому обсязі, на яких умовах і в якій пропорції можна здійснити фінансування інвестицій), інвестиційних (як оптимально розподілити власні і залучені ресурси серед можливих напрямів діяльності, окремих видів активів, яка їх структура, рівень ризику, тощо) і операційних рішень (яка величина та оптимальна структура витрат організації, як впливає на хід реалізації проекту рівень кваліфікації персоналу, що займається реалізацією проекту).

З метою забезпечення ефективного аналізу ефективності прийняття інвестиційних рішень управлінському персоналу необхідно налагодити порядок формування необхідних інформаційних потоків за певними правилами та принципами. Для їх розробки необхідно визначити сутність поняття "правило" та "принцип".

Керуючись дисертаційним дослідженням Рабшук А.В., під принципом слід розуміти основні положення теорії, основні правила діяльності; встановлені, загальноприйняті широко розповсюджені правила господарської діяльності та властивості економічних процесів. Під правилом розуміємо сукупність зобов'язань, вимог, встановлених вищими ланками управління для нижчих ланок, що забезпечують злагодженість, послідовність та організацію різних організацій.

Виходячи з даних тверджень розглянемо найважливіші принципи і методичні підходи, які використовуються для аналізу ефективності інвестиційних проектів та обґрунтуємо їх взаємозалежність (рис. 1).

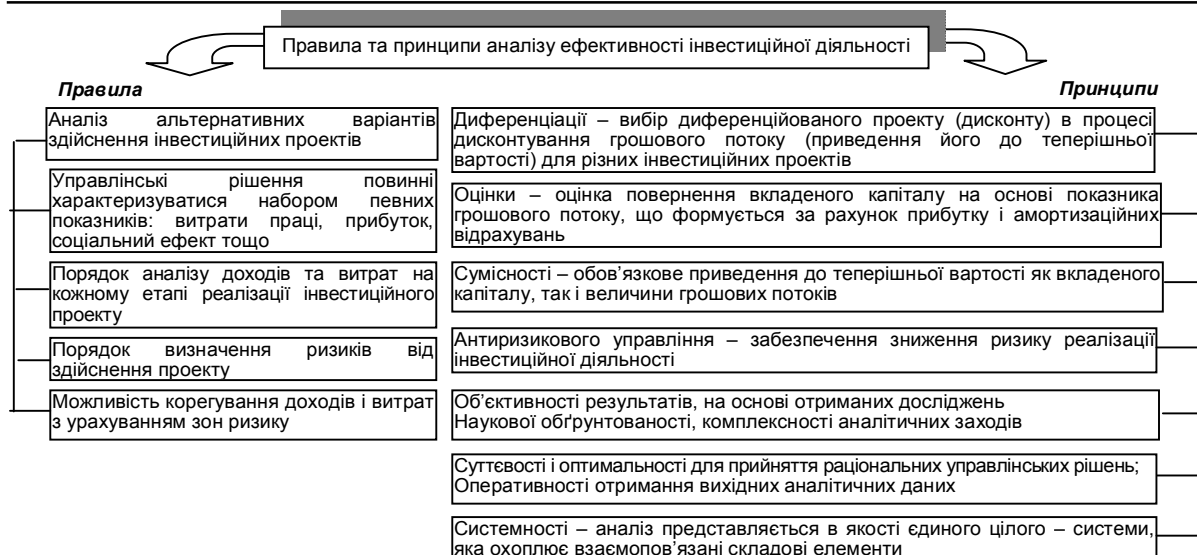


Рис. 1. Правила та принципи аналізу ефективності інвестиційної діяльності

На основі визначених правил та принципів системному поєднанні відповідних елементів. Основні формування інформаційних потоків для інвесторів елементи аналізу ефективності інвестиційного проекту потрібно здійснити аналіз ефективності інвестицій у зобразимо на рис. 2

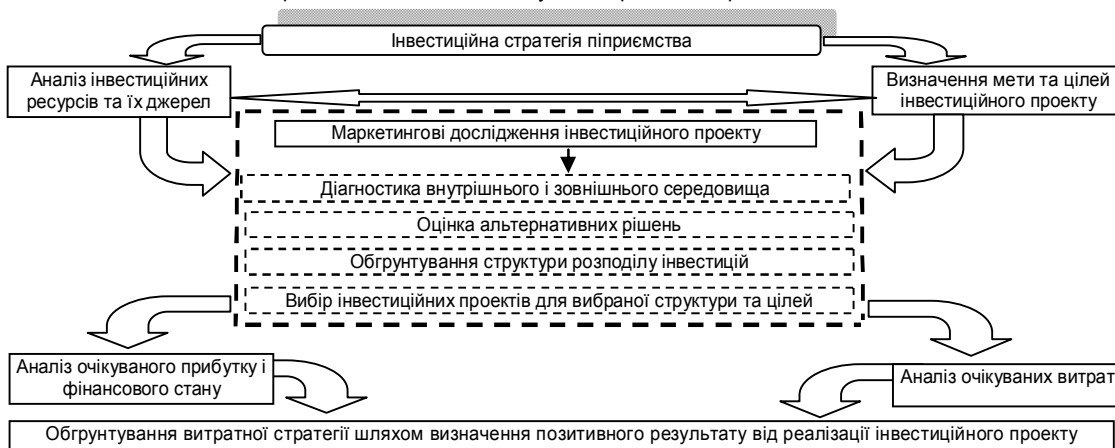


Рис. 2. Елементи проведення аналізу ефективності інвестиційного проекту

Аналізуючи розмір інвестиційних ресурсів, необхідно враховувати джерела їх фінансування. Це полегшує задачу в прийнятті рішення у виборі найбільш ефективних джерел фінансування інвестицій, аналізі грошових потоків в процесі їх здійснення та при оцінці отриманих кінцевих результатів.

Фінансування інвестиційних проектів здійснюється за рахунок прибутку підприємства, амортизаційних відрахувань, виручки від реалізації основних засобів, кредитів банку, бюджетних асигнувань, резервного фонду підприємства, лізингу, тощо. В зв'язку з переходом до ринкової економіки частка власних джерел та кредитів банку збільшується, а бюджетне фінансування зменшується.

Залучення того, чи іншого джерела фінансування інвестиційних проектів пов'язано для підприємства з певними витратами: випуск облігацій – виплати відсотків; отримання кредиту – виплати відсотків по них; використання лізингу – виплати винагороди лізингодавцю тощо. Тому в процесі аналізу необхідно визначити ціну різних джерел фінансування та вибрати найбільш вигідні з них.

Недоліком аналізу інвестицій в Україні є відсутність взаємопоєднання економічних розрахунків маркетингових досліджень як на етапі розробки інвестиційного проекту, так і у процесі його реалізації з фактичними фінансовими показниками. Бухгалтерський облік сьогодні не має методично розроблених критеріїв формування економічної інформації на основі маркетингових досліджень.

Досліджуючи аналіз інвестиційної діяльності Д.А. Єндовицький підкреслює, що мета аналізу інвестицій полягає в об'єктивній оцінці потреби, можливості,

масштабності, ціленаправленості, доходності та безпечності здійснення короткострокових та довгострокових інвестицій; визначенні напрямів інвестиційного розвитку компанії та пріоритетних областей ефективного вкладення капіталу; розробці умов та базових орієнтирів інвестиційної політики; оперативному визначенні факторів, які впливають на появу відхилень фактичних результатів інвестування від запланованих раніше, і в обґрунтуванні оптимальних інвестиційних рішень, що закріплюють конкурентні переваги фірми.

Перед тим, як сформулювати методи аналізу інвестиційної діяльності, необхідно визначити модулі аналізу. На нашу думку можна виділити два модуля аналізу інвестицій: аналіз капітальних інвестицій (модуль 1) і аналіз фінансових (модуль 2) інвестицій. Проте, зазначимо, що в побудові активу балансу (форма № 1), є можливість окремо виділити і третій модуль – аналіз інвестицій в оборотні активи. Проте, на нашу думку, такої необхідності немає, оскільки процес інвестування вже включає вкладення в першочергово необхідну величину запасів сировини, короткострокові фінансові вкладення, які входять до складу оборотних активів.

За твердженням Т.В. Майорової, показники оцінки ефективності інвестиційної діяльності поділяють на три групи:

1) Показники бюджетної ефективності, що відображають фінансові наслідки реалізації проекту для усіх рівнів;

2) Показники суспільної ефективності, що враховують наслідки реалізації інвестиційного проекту для суспільства

загалом, у тому числі як безпосередні надходження та витрати за проектом, так і зовнішні результати – надходження і витрати у суміжних галузях економіки, екологічні, соціальні та інші неекономічні наслідки;

3) Показники комерційної ефективності проекту, які враховують фінансові наслідки реалізації проекту для його безпосередніх учасників.

Погоджуємось із застосуванням даних показників і вважаємо, що із трьох наведених груп показників

ефективності інвестиційної діяльності пріоритетною, з точки зору інвестора є група показників комерційної оцінки ефективності, оскільки саме ці показники мають безпосереднє відношення до суб'єкта інвестиційної діяльності.

Дослідження економічної літератури дозволяє згрупувати методи комерційного аналізу обґрунтування інвестиційних проектів у дві основні групи: 1. Методи, засновані на облікових оцінках та 2. Методи, засновані на застосуванні концепції дисконтування (рис. 3).

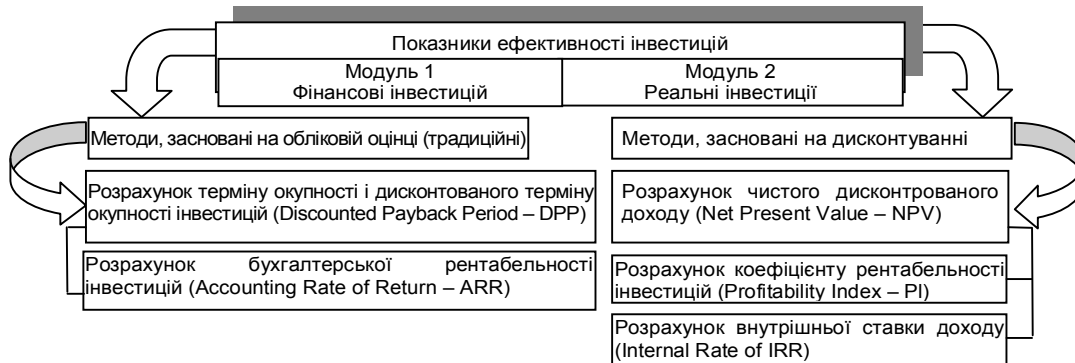


Рис. 3. Показники ефективності інвестиційної діяльності

Обидва методичні підходи мають певні переваги та недоліки. Виконавши порівняльний аналіз цих методик можна згрупувати їх в таблицю 1 і 2.

Таблиця 1. Переваги та недоліки застосування традиційної методики аналізу інвестиційної діяльності

№ з/п	Традиційні методи	
	Переваги	Недоліки
1.	Доступність і вірогідність вихідних даних	Часткове врахування фактору часу
2.	Відсутність потреби у прогнозуванні поточних витрат, цін, прибутку, строку дії проекту	Складність та умовність приведення альтернативних варіантів технічного або організаційного рішення
3.	Простота розрахунків	
4.	Можливість визначення абсолютної ефективності загальної суми інвестицій проекту	
5.	Можливість оцінки альтернативних проектів та вибір оптимального	

Взявши до уваги переваги і недоліки старої методики, використання цієї методики для оцінки ефективності можна стверджувати про практичну придатність і доцільність інвестицій, особливо проектів короткострокового характеру.

Таблиця 2. Переваги та недоліки застосування методики заснованої на дисконтуванні

№ з/п	Методи засновані на дисконтуванні	
	Переваги	Недоліки
1.	Врахування всіх витрат і надходжень за строк дії проекту і зміни вартості грошей в часі, що досягається дисконтуванням щорічних грошових надходжень, які створюються інвестиціями	Необхідність прогнозування періоду дії проекту
2.		Необґрунтування грошових потоків для розрахунку ефективності інвестицій

Дані переваги та недоліки впливають із показників розрахунку аналізу ефективності інвестиційної діяльності. Зокрема, використання прогнозованого строку окупності використовується для розрахунку NPV. Зауважимо, що наукового обґрунтування методів чи рекомендацій щодо визначення терміну тривалості проекту немає. У більшості випадків наголошується на необхідності брати строк дії проекту для розрахунків, але лишається незрозумілим, як його визначати. У ряді організацій цей період приймається у 10 років. На думку Т. Бень, вибір строку дії проекту для розрахунку показника NPV дозволяє обґрунтувати оцінку ефективності проекту, але не забезпечує об'єктивну оцінку його дійсної ефективності. Тому з цієї причини даний показник, хоч в теоретичному відношенні і має внутрішню логіку, в практичному є непридатним.

Проте, необхідно відзначити, що показник NPV відображає прогнозу оцінку зміни економічного потенціалу підприємства у разі ухвалення даного проекту. Це дуже важлива властивість, що виділяє цей критерій зі всіх останніх і дозволяє використовувати його як основного при аналізі оптимальності інвестиційного портфеля. За допомогою NPV-методу можна визначити не тільки комерційну ефективність проекту, але і розрахувати ряд додаткових показників. Така сфера застосування і відносна простота розрахунків забезпечили NPV-методу широке розповсюдження, і в даний час він є одним із стандартних методів розрахунку ефективності інвестицій, рекомендованих до застосування ООН і Всесвітнім банком.

Другий недолік методики, основаної на дисконтуванні стосується грошових потоків, які є важливим показником в аналізі і плануванні фінансової діяльності підприємства. Зокрема, до складу грошового потоку, який створюється інвестиціями відносяться прибуток і амортизація. Проте, як зазначає Т. Бень сума прибутку і амортизації є не грошовим потоком, а та званими умовним грошовим потоком для оцінки ефективності інвестицій.

Індекс прибутковості – це відносний показник, який характеризує ефективність інвестицій; це відношення віддачі капіталу до розміру вкладеного капіталу. Таким чином, індекс прибутковості (PI) показує відносну прибутковість проекту або вартість грошових надходжень, що дисконтується, від проекту з розрахунку на одиницю вкладень.

На відміну від чистого приведенного ефекту індекс рентабельності є відносним показником. Завдяки цьому він дуже зручний при виборі одного проекту з ряду альтернативних, таких, що мають приблизно однакові значення NPV або при комплектуванні портфеля інвестицій з максимальним сумарним значенням NPV.

Період окупності (PP) – найпоширеніший з показників оцінки ефективності інвестицій. Він допомагає відповісти на питання, за який період вкладені засоби повернуться до інвестора.

Показник терміну окупності інвестицій дуже простий в розрахунках, разом з тим він має ряд недоліків, які необхідно враховувати в аналізі.

По-перше, він не враховує вплив доходів останніх періодів. По-друге, оскільки цей метод заснований на не дисконтованих оцінках, він не робить відмінності між проектами з однаковою сумою кумулятивних доходів, але різним розподілом їх по роках.

Існує ряд ситуацій, при яких застосування методу, заснованого на розрахунку терміну окупності витрат, може бути доцільним. Зокрема, це ситуація, коли керівництво підприємства більшою мірою стурбоване вирішенням проблеми ліквідності, а не прибутковості проекту – головне, щоб інвестиції окупилися якнайскоріше. Метод також ефективний за ситуації, коли інвестиції зв'язані з високим ступенем ризику, тому, чим коротше термін окупності, тим менш ризикованим є проект. Така ситуація характерна для галузей або видів діяльності, яким властива велика вірогідність досить швидких технологічних змін.

Внутрішня норма прибутку IRR. Формальне визначення внутрішньої норми прибутку полягає в тому, що це та ставка порівняння, при якій сума дисконтованих притоків грошових коштів дорівнює сумі дисконтованих відтоків. Інтерпретаційний зміст IRR полягає у визначенні максимальної ставки плати за джерела фінансування проекту, що привертаються, при якій останній залишається беззбитковим. З іншого боку, значення IRR може трактуватися як нижній гарантований рівень прибутковості інвестиційних витрат.

Об'єктивність, відсутність залежності від абсолютних розмірів інвестицій і зміст, на нашу думку, роблять показник внутрішньої норми прибутку зручним інструментом вимірювання ефективності інвестицій.

Цей критерій також орієнтований на облік можливостей альтернативного вкладення коштів, оскільки він показує не абсолютну ефективність проекту як такої, а відносно – в порівнянні з операціями на фінансовому ринку.

Показник IRR може застосовуватися також і для порівняння ефективності різних інвестиційних проектів між собою. Проте тут простого зіставлення значень внутрішньої норми рентабельності порівнюваних проектів може опинитися недостатньо. Зокрема, результати, отримані при порівнянні ефективності інвестиційних проектів за допомогою NPV- і IRR-методів, можуть привести до принципово різних результатів. Це обумовлено наступними обставинами: для досягнення абсолютної зіставності проектів необхідне застосування т.з. додаткових інвестицій, що дозволяють усунути відмінності в об'ємі інвестованого капіталу і термінах реалізації проектів. При використанні NPV-метода передбачається, що додаткові інвестиції також дисконтуються по базовій ставці відсотка і, тоді як використання IRR-методу припускає, що додаткові інвестиції також володіють прибутковістю, рівній внутрішній нормі рентабельності аналізованого проекту і яка свідомо вище, ніж базова ставка дисконту.

Зауважимо, що в порівнянні з NPV-методом використання показника внутрішньої норми рентабельності пов'язане з великими обмеженнями.

По-перше, для IRR-метода дійсні всі обмеження NPV-метода, тобто необхідність ізольованого розгляду інвестиційного проекту, необхідність прогнозування грошових потоків на весь період реалізації проекту і так далі

По-друге, сфера застосування IRR-метода обмежена тільки областю чистих інвестицій.

Кожен з розглянутих критеріїв несе певне смислове і економічне навантаження, а в комплексі вони дозволяють оцінити весь проект, оскільки жоден з них не можна визнати достатнім.

Як показали дослідження, використання даних критеріїв підкоряється певній логіці, розуміння якої дозволяє в більшості випадків уникнути некоректного або неправомірного використання показників в аналізі ефективності.

Чистий приведений дохід і індекс прибутковості знаходяться в прямій залежності. Із збільшенням абсолютної суми чистого приведенного доходу підвищується і індекс прибутковості, тому на практиці можна розраховувати тільки один з даних показників. Проте показник індексу прибутковості рекомендується використовувати у випадках зіставлення проектів, що

розрізняються по масштабах діяльності, який виявляється в "фізичних" об'ємах інвестицій, виробництва або продажів: більше значення NPV не завжди відповідатиме ефективнішому варіанту вкладень. Тому, порівнюючи декілька інвестиційних проектів, доцільно розраховувати обидва показники з метою детального вивчення наявних проектів і вибору якнайкращого.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Інвестування є одним з найбільш важливих аспектів діяльності будь-якої комерційної організації, що динамічно розвивається.

Для планування і здійснення інвестиційної діяльності особливу важливість має попередній аналіз, який проводиться на стадії розробки інвестиційних проектів і сприяє ухваленню розумних і обґрунтованих управлінських рішень.

Головним напрямом попереднього аналізу є визначення показників можливої економічної ефективності інвестицій, тобто віддача від капітальних вкладень, які передбачаються проектом.

При складанні бюджету капітальних вкладень доводиться враховувати ряд обмежень. Наприклад, є декілька привабливих інвестиційних проектів, проте підприємство із-за обмеженості у фінансових ресурсах не може здійснити їх всіх одночасно. В цьому випадку необхідно відібрати для реалізації проекти так, щоб отримати максимальну вигоду від інвестування. Як правило, основною цільовою установкою в подібних випадках є максимізація сумарного NPV.

Список використаної літератури:

1. *Банк В.В.* Финансовый анализ: учебное пособие / В.В. Банк, С.В. Банк, А.В. Тараскина. – М.: ТК Велби, из-во "Проспект", 2005 – 344 с.;
2. *Бень Т.* До визначення економічної ефективності інвестицій / Т.Бень // Економіст України. – 2007. - № 4. – С. 12-19.;
3. *Бондар М.І.* Інвестиційна діяльність: Монографія.- К.: КНЕУ, 2008. – 256 с.;
4. *Бочаров В.В.* Инвестиционный менеджмент. / В.В. Бочаров – СПб: Питер, 2000. – 160 с.;
5. *Ендовицкий Д.А.* Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: методология и практика / Д.А. Ендовицкий: под ред. проф. Л.Т. Гиляровой. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 400 с.;
6. *Иванов Н.И.* Экономическая оценка инвестиций. Учебное пособие / Н.И. Иванов, А.В. Калужин. – СПб.: Астерион, 2008. – 221 с.;
7. *Крупка Я.Д.* Про суттєві обмеження в обліку та розкритті інформації щодо інвестиційної діяльності підприємств // зб. тез доп. міжнародної науково-практичної конференції [Удосконалення обліку та аналізу господарської діяльності на основі впровадження нових ПСБО в Україні], (Київ, 16-18 жовтня 2000 р.) – К., 2000. – с. 38-41.;
8. *Протасов В.Ф.* Анализ деятельности предприятия (фирмы) производство, экономика, финансы, инвестиции, маркетинг, оценка персонала: учебное пособие. / В.Ф. Протасов, А.В. Протасова – 2 изд. перераб. и доп. – М.: "Финансы и статистика", 2005 – 512 с.

ЗЕЛЕНИНА Олена Олександрівна – доцент кафедри фундаментальних економічних дисциплін Житомирського державного технологічного університету.

Наукові інтереси:

– облік інвестиційних проектів.

СУПРУНОВА Ірина Валеріївна – кандидат економічних наук, доцент кафедри фундаментальних економічних дисциплін Житомирського державного технологічного університету.

Наукові інтереси:

– проблеми оцінки в бухгалтерському обліку;
– економічний розвиток на регіональному та національному рівнях.