

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ МЕТОДИКИ РАЗРАБОТКИ БИЗНЕС-ПЛАНОВ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Д.Г. Матвеев,

*зам. заведующего лабораторией экономического анализа в промышленности
строительных материалов НИАП «Стройэкономика»*

Состояние методического обеспечения оценки эффективности инвестиций в Республике Беларусь

Потребность в единой методике оценки эффективности инвестиционных проектов в Республике Беларусь возникла практически сразу после обретения страной суверенитета в 1991 г. Методика должна была отражать экономическую сущность инвестиций, обеспечивать взаимопонимание лиц, оказывающих влияние на принятие инвестиционных решений (инвесторов, экономистов, руководителей органов власти, представителей финансовых структур), исключать разночтения, позволять находить «общий язык» разработчикам бизнес-планов и специалистам, выполняющим их экспертизу.

Формирование методического обеспечения бизнес-планирования и оценки эффективности инвестиционных проектов в Республике Беларусь прошло в своем развитии несколько этапов. В декабре 1994 г. Министерством экономики Республики Беларусь были утверждены «Рекомендации по разработке и оценке бизнес-планов предприятий» и «Рекомендации по разработке и оценке технико-экономических обоснований инвестиционных проектов», в марте 1999 г. – «Рекомендации по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов» [1]. В августе 2005 г. утверждены «Правила по разработке бизнес-планов» (далее – Правила) [2] – наименование методического документа изменилось с «рекомендаций» на «правила», что повлекло за собой более высокую степень формализации и обязательности его применения. В

декабре 2007 г. в Правила были внесены некоторые изменения и дополнения, наработанные на основе опыта их практического использования [3]. В этом виде Правила действуют и сегодня.

Общий подход к оценке эффективности инвестиций за все это время не претерпел серьезных изменений. Изменения отмечались в виде совершенствования шаблонов расчетных таблиц и методических пояснений к ним, регламентирующих условия выполнения расчетов и оформление пояснительной записки.

Таким образом, к настоящему моменту в республике сформировалось детально разработанное методическое обеспечение разработки бизнес-планов инвестиционного проекта и оценки эффективности инвестиций. Можно констатировать, что создатели Правил добились важного результата – унификации подходов разработчиков и экспертов, единства критериев оценки инвестиционных решений по проектам, реализуемым на территории республики.

Особенности методологии и методики Правил по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов

Есть ряд причин, по которым Правила не в полной мере соответствуют современным требованиям и нуждаются в коррекции.

Во-первых, методология оценки эффективности, лежащая в основе Правил, содержит в себе неточную интерпретацию сути эффективности инвестиций, что проявляется в методике расчета показателей ее оценки. Основной причиной этого, по нашему мнению, является недостаточное вни-

мание разработчиков Правил к концептуальным основам оценки эффективности, формальный подход и смещение в единственном алгоритме расчета показателей эффективности двух различных методов – экономического и финансового анализа инвестиционного проекта.

Во-вторых, обязательный характер методики расчетов, закрепленный форматом Правил, сам по себе может стать «прокрустовым ложем» для оценки нестандартных и сложных инвестиционных проектов.

Рассматривая методологические проблемы оценки инвестиций, следует отметить, что *экономический анализ проекта* призван продемонстрировать эффективность и целесообразность осуществления инвестиций в конкретный проект в условиях наличия альтернативных возможностей вложения инвестиционных ресурсов. Экономическая деятельность ориентирована на максимизацию благосостояния субъекта в условиях ограниченности ресурсов. В этой связи понятно желание инвестора знать, будут ли использованы доступные ему и вкладываемые в проект ресурсы так, «как оно должно быть». Логика инвестора может быть выражена в определении экономической эффективности, данным доктором экономических наук, профессором Б.И. Гусаковым, согласно которому категория эффективности отражает «рациональность использования активов и времени, которая имеет место, если соотношение результатов и затрат удовлетворяет принятому критерию»* [4].

Как следует из этого определения, оценка эффективности инвестиций не может быть «вещью в себе» и ограничиваться исключительно сравнением прогноза доходов и расходов по проекту. Оценка экономической эффективности должна быть выполнена в соответствии с принципом учета альтернативных путей использования ресурсов и в обязательном порядке содержать характеристику удовлетворительности получаемых по проекту результатов ин-

вестирования. По этой причине экономический анализ эффективности представляет собой метод исследования более общего уровня, чем финансовый анализ.

Финансовый анализ проекта носит более прикладной характер и предполагает изучение прогноза потоков денежных средств в рамках конкретной финансовой схемы реализации проекта. Финансы изучают отношения, связанные с формированием и использованием фондов денежных средств [6]. По этой причине финансовый анализ проекта лучше всего позволяет ответить на вопросы о финансовой реализуемости проекта, возможности кредитополучателя обеспечить возврат привлеченных средств и уплату процентов по своим обязательствам, обосновать выбор схемы финансирования проекта, обеспечивающей приемлемое сочетание уровня финансового риска и доходности собственного капитала.

Таким образом, если при проведении экономического анализа акцент делается на эффективности (разумности) вложения средств в определенный вид бизнеса с целью создания максимального «пирога» доходов, то в финансовом – на разделе этого «пирога» между отдельными участниками проекта путем обоснования схемы финансирования, приемлемой для этих участников.

В то же время в Правилах предусмотрена единственная инвариантная методика расчета показателей эффективности, в которой совмещены элементы как экономического, так и финансового анализа. Получаемая в результате «смешанная» оценка не дает объективной характеристики ни по одному из аспектов проекта. Как следствие, нельзя исключить расхождения в трактовке результатов такой оценки эффективности инвестиций белорусской стороной, руководствующейся Правилами, и иностранными деловыми партнерами, для которых отдельные положения Правил могут оказаться неочевидными и отличающимися от известных им подходов.

Применительно к вопросу регламентации процесса оценки эффективности за рубежом следует заметить, что в международной практике не существует жестких правил выполнения оценки эффективности инвестиций. Общие принципы оценки

* Следует отметить, что указанное определение экономической эффективности отличается от определений ряда других источников, причину чего профессор Б.И. Гусаков видит в исторических особенностях формирования отечественной научной экономической школы и доминировании в отечественной экономической науке философии номинализма над философией позитивизма [5].

изложены в ряде научно-практических работ, изданных различными авторами под эгидой ЮНИДО (Организация Объединенных наций по промышленному развитию), Всемирного банка и других международных структур (например, [7]). На основе этих рекомендаций отдельные страны разрабатывают собственные национальные методики по оценке инвестиций, сохраняя ключевые принципы оценки, описанные в рекомендациях. Благодаря тому, что в основу национальных методик положена единая и общепризнанная методология, инвесторы различных стран впоследствии могут однозначно воспринимать и сравнивать оценки эффективности инвестиций, выполненные в различных регионах мира.

Учитывая важность международных экономических отношений и динамичность развития современной экономики, а также задачу повышения уровня научного обеспечения менеджмента в отечественной экономике, нам представляется важным продолжение работы по совершенствованию Правил и отраженной в них методологии оценки эффективности инвестиций.

Направления развития методики разработки бизнес-планов инвестиционных проектов

Наблюдение за изменениями, происходящими в белорусской экономике, анализ международных научно-практических разработок, а также накопленный в нашей стране опыт оценки эффективности крупных инвестиционных проектов позволили сформулировать некоторые предложения по перспективному развитию и актуализации методики оценки эффективности инвестиций. Эти предложения можно объединить в два направления.

Первое направление включает ряд концептуальных вопросов, касающихся методологии оценки эффективности. Их решение потребует проведения серьезных исследований с целью обобщения зарубежного и отечественного опыта оценки эффективности инвестиций, включающего мониторинг результатов их реализации. Предлагаемые рекомендации могут показаться дискуссионными, однако нам представляется крайне важной постановка этих вопросов, подкреплен-

ных аргументами в виде международных и национальных методических разработок, обобщения накопленного опыта оценки эффективности крупных инвестиционных проектов. Сформулированные предложения не всегда укладываются в строгий формат Правил и часто носят открытый или рекомендательный характер. Тем не менее, по нашему мнению, их учет при подготовке новой редакции Правил или другого документа аналогичного назначения может быть фундаментом для дальнейшего развития методического обеспечения оценки эффективности инвестиций в Республике Беларусь.

Второе направление охватывает вопросы актуализации Правил в соответствии с меняющимися экономическими и юридическими условиями осуществления инвестиций и ведения хозяйственной деятельности в Республике Беларусь, а также включает вопросы исправления погрешностей не принципиального характера, допущенных в отдельных положениях и таблицах Правил. Данное направление совершенствования Правил не предполагает пересмотра методологии и кардинального изменения методики выполнения оценки эффективности инвестиционных проектов.

Методологические вопросы развития методики оценки инвестиций

Рассматриваемые ниже проблемы были выявлены в результате анализа международных научно-практических разработок [7; 8; 10], в процессе обсуждений с белорусскими учеными в области инвестиционного менеджмента [9] и выполнения оценки эффективности крупных инвестиционных проектов, планируемых к реализации в республике.

Уточнение объекта, субъекта и предмета оценки эффективности инвестиций

Одним из ключевых методологических вопросов действующей редакции Правил является вопрос идентификации объекта и субъекта оценки эффективности. В частности, необходимо определить, как соотносятся оценка эффективности, выполненная в рамках Правил, и оценка эффективности проекта в целом.

Оценка эффективности проекта в целом является базовой экономической оцен-

кой на прединвестиционной стадии. Ее цель – выяснить, является ли вложение средств в данный проект эффективным, т. е. обеспечивающим требуемую минимальную норму доходности в соответствии с запросами инвесторов и реалиями рынка. Объектом оценки эффективности проекта в целом выступают инвестиции в проект, предметом – эффективность этих инвестиций, а субъектом – условный инвестор, являющийся собственником всей совокупности инвестиционных ресурсов, обеспечивающей реализацию проекта.

Порядок оценки эффективности проекта в целом одинаков как в международных научно-практических работах по данной тематике, например «Руководстве по оценке эффективности инвестиций» В. Беренса и П.М. Хавранека [7], так и в национальных разработках, например российских методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов [8]. Алгоритм расчета показателей эффективности проекта в целом подразумевает сопоставление полного притока (чистый доход от реализации продукции по проекту) и пол-

ного оттока реальных денег (инвестиции в основной и оборотный капитал по проекту) [7. С. 405]. Затем на основании прогноза чистого потока денежных средств по проекту производится расчет показателей эффективности. Пример расчета, позволяющий получить представление об алгоритме вычислений, можно видеть, например, в схеме X-9/1 «Дисконтированный поток реальных денег – полный инвестированный капитал» [7. С. 468].

Особенностью Правил, как было отмечено выше, является отсутствие явно обозначенных объекта, субъекта и предмета оценки и, как следствие, имеет место смешение элементов экономического и финансового анализа. Примером такого смешения мы считаем учет в процессе расчета показателей эффективности в оттоке денежных средств, помимо инвестиционных затрат, финансовых издержек по привлекаемым для реализации проекта долгосрочным кредитам (займам). Данный порядок расчета регламентирован пунктом 42 Правил и отражен в таблице 4–19 Правил, структура которой представлена в таблице.

Структура таблицы 4–19 Правил «Расчет чистого потока наличности и показателей эффективности проекта»

№ п/п	Виды доходов и затрат, наименование показателей	Базовый период (год)	По периодам (годам) реализации проекта			
			1	2	...	t
1	ОТТОК НАЛИЧНОСТИ					
1.1	Капитальные затраты без НДС					
1.2	Прирост чистого оборотного капитала					
1.3	Плата за кредиты (займы), связанные с осуществлением капитальных затрат по проекту					
2	Полный отток (сумма стр. 1.1, 1.2, 1.3)					
3	ПРИТОК НАЛИЧНОСТИ					
3.1	Чистый доход организации с учетом реализации проекта					
3.2	Чистый доход организации без учета реализации проекта					
4	Чистый доход по проекту (стр. 3.1, 3.2)					
5	Сальдо потока (чистый поток наличности – ЧПН) (стр. 4 – стр. 2)					
6	То же нарастающим итогом (по стр. 5)					
7	Приведение будущей стоимости денег к их текущей стоимости					
	Коэффициент дисконтирования					
8	Дисконтированный отток (стр. 2. · стр. 7)					
9	Дисконтированный приток (стр. 4 · стр. 7)					
10	Дисконтированный ЧПН (стр. 9 – стр. 8)					
11	То же нарастающим итогом (по стр. 10) – чистый дисконтированный доход (ЧДД)					
12	Показатели эффективности проекта					
	...					

Разделение экономического и финансового анализа путем исключения финансовых издержек из расчета показателей эффективности проекта в целом

Включение финансовых издержек по привлекаемым заемным средствам при оценке *экономической эффективности* проекта имеет теоретические и практические последствия.

Теоретические последствия заключаются в невозможности идентификации субъекта оценки эффективности. Согласно логике оценки, заложенной в таблице 4–19 Правил, субъектом не является ни общество, ни совокупность участников (инвесторов), ни отдельный его участник. В этой связи затруднительно дать непротиворечивую экономическую интерпретацию рассчитываемым согласно Правилам показателям эффективности.

Противоречия в интерпретации показателей экономической эффективности можно проследить на примере простого и дисконтированного периодов окупаемости.

Простой период окупаемости по своей экономической сути характеризует срок возврата вложенных в проект средств (инвестиций) [7. С. 405]. Динамический период окупаемости по своей сути характеризует срок возврата вложенных в проект средств (инвестиций) с учетом платы за их использование, оцениваемой методом дисконтирования. Причем плата за использование инвестиций в данном случае является экономическим, а не финансовым понятием. Эта плата представляет собой вмененные (альтернативные) издержки и может трактоваться как упущенная инвестором выгода в связи с отказом от инвестирования в альтернативные проекты с нормативной доходностью [7; 8]. Можно провести определенные параллели между вмененными экономическими издержками и финансовыми издержками при 100%-м заемном финансировании, хотя утверждать их тождество, по нашему мнению, нельзя в силу качественной разнородности этих величин. Таким образом, динамический период окупаемости инвестиций превышает их простой период окупаемости на время, требующееся для возмещения платы за пользование инвестициями за счет чистого дохода, получаемого по проекту.

Простой период окупаемости, рассчитываемый по таблице 4–19 Правил, охватывает срок возврата вложенных в проект средств (инвестиций) и компенсации финансовых издержек по привлекаемым для финансирования вложений кредитам и займам.

Динамический период окупаемости, рассчитанный по таблице 4–19 Правил, включает в себя простой период окупаемости (срок возврата вложенных в проект средств (инвестиций) и компенсации финансовых издержек по привлекаемым кредитам и займам), а также время, необходимое для компенсации вмененных экономических издержек на весь объем инвестиций (включая вложения, профинансированные за счет кредитов и займов, финансовые издержки по которым уже были вычтены ранее в строке 1.3 той же таблицы) по норме дисконтирования, рассчитанной на основании все той же стоимости привлекаемых кредитов и займов (п. 42 Правил).

Таким образом, согласно Правилам, при расчете показателя простого периода окупаемости, особенно при доле заемных средств, стремящейся к 100%, наравне с возвратом инвестиций предполагается возмещение стоимости их использования в виде финансовых издержек. А при расчете динамического периода окупаемости фактически имеет место двойной вычет платы за пользование инвестициями (в части инвестиций, финансируемых за счет заемного капитала) – сначала в виде финансовых издержек, а затем – в виде вмененных экономических (при дисконтировании).

Аргументация защитников данного пункта Правил, в соответствии с которым организация фактически уплачивает проценты по кредиту, а значит их следует вычитать из дохода по проекту в процессе оценки его экономической эффективности, не выдерживает критики. В этом положении путается предмет оценки эффективности (эффективность проекта и эффективность участия в проекте). Апеллируя к факту несения организацией финансовых издержек, сторонники данного тезиса упускают из виду, что в результате привлечения заемных ресурсов организация получает возможность сократить инвестиции собственных средств, что должно быть

отражено при выполнении расчетов, однако Правилами не предусматривается.

Противоречия наблюдаются и в трактовке иных показателей эффективности, рассчитанных в соответствии с Правилами. С экономической точки зрения, показатель внутренней нормы доходности (ВНД) характеризует средневзвешенный темп прироста активов по проекту. Соответственно, если взять условный проект с внутренней нормой доходности 15% годовых, то он, очевидно, может быть профинансирован в полном объеме по ставке кредита 10% годовых, при этом инициатор проекта сможет получить 5% годовых маржи. На этом примере мы наблюдаем положительный эффект финансового рычага, когда заемные средства привлекаются для реализации проекта с высокой внутренней рентабельностью, что обеспечивает увеличение отдачи на собственный капитал инвестора в результате привлечения более дешевых заемных средств.

Тот же условный проект выглядит совсем иначе, если его оценивать в соответствии с Правилами. Расчет по схеме таблицы 4–9 Правил ведет к тому, что ВНД проекта будет оценена примерно на уровне 5% годовых (исходная доходность 15% за вычетом платы по кредиту 10%) и интерпретирована как недостаточная в сравнении со стоимостью финансирования под 10% годовых, принимаемой в качестве нормы дисконта. Сравнив новое значение ВНД 5% со ставкой по кредиту 10%, получим неправильную оценку эффекта финансового рычага (отрицательная вместо положительной) и будем вынуждены сделать вывод о принципиальной невозможности возврата кредита, привлекаемого под 10% годовых для реализации проекта с внутренней рентабельностью 5%. В то же время такой вывод при фактической доходности проекта 15% явно не соответствует действительности.

Практические последствия смешения элементов экономического и финансового анализа заключаются в том, что включение, согласно Правилам, части оттоков по финансовой деятельности в виде платы за кредиты и займы в расчет чистого денежного дохода по проекту ведет к занижению итогового сальдо денежного потока и нео-

боснованному ухудшению показателей эффективности проекта.

Для относительно небольших проектов, обладающих высокой рентабельностью, высокодоходных инновационных проектов, а также проектов модернизации существующих производств, не связанных со строительством «в чистом поле», такое занижение значения показателей не критично и расчет по схеме таблицы 4–19 Правил часто не оказывает влияния на итоговые выводы об их эффективности.

Однако опыт НИАП «Стройэкономика» по разработке бизнес-планов крупных инвестиционных проектов в традиционных отраслях промышленности (проекты строительства трех линий по производству цемента, дробильно-сортировочного завода, завода кальцинированной соды и др.) показал практическую важность, а в ряде случаев – принципиальное значение данного нюанса расчета показателей при подготовке выводов об эффективности проекта в целом. Одновременный вычет экономической платы за пользование инвестициями и финансовых издержек за пользование заемными средствами для финансирования проекта оказывает особенно сильное влияние на оценку эффективности дорогостоящих проектов с преимущественно кредитным финансированием и невысокой эффективностью. Как результат крупные инвестиционные проекты создания новых производств в традиционных отраслях промышленности, по определению обладающие длительными сроками окупаемости, при оценке их эффективности в порядке, предусмотренном Правилами, как правило, характеризуются как неэффективные и некупаемые. Причем такое заключение формируется не в силу исключительного влияния деловых рисков таких проектов, которые, безусловно, присутствуют, а из-за методических особенностей выполнения расчетов показателей.

*Иллюстрация на условном примере
искажения оценки эффективности
вследствие смешения элементов
финансового и экономического анализа*

На графике приведена интерпретация окупаемости условного проекта с большой

долей заемных средств, оцененной в соответствии с Правилами. Мы видим значение простого периода окупаемости, рассчитанного по схеме таблицы 4–19 Правил (14,5 лет), и действительное значение простого периода окупаемости проекта в целом как срока возврата вложенных инвестиций (11 лет), рассчитанного по международным рекомендациям [7; 8]. Оценка эффективности проекта в порядке, предусмотренном Правилами, совпадет с оценкой эффективности проекта в целом только в случае 100%-го финансирования проекта за счет средств инвестора без привлечения заемного капитала (при отсутствии финансовых издержек). Во всех остальных случаях оценка эффективности инвестиций, выполненная согласно Правилам, будет заниженной от-

носительно действительной оценки эффективности проекта, рассчитанной в соответствии с международными рекомендациями.

Оценка народнохозяйственной и коммерческой эффективности инвестиционных проектов и финансовой эффективности участия в проекте

Действующая редакция Правил не предусматривает ответа на ряд вопросов, имеющих значение для принятия решения о целесообразности реализации крупных инвестиционных проектов и оказания им мер государственной поддержки. В частности, для крупных общественно значимых проектов только после положительной оценки народнохозяйственной (страновой или региональной) эффективности имеет смысл

**Графическая интерпретация окупаемости проекта
(в соответствии с Правилами и международными рекомендациями)**



Источник. Собственная разработка.

дальнейшее рассмотрение возможностей их реализации, поиск схем взаимодействия государства и частных инвесторов, в том числе обоснование мер государственной поддержки.

Для реализации системного подхода к оценке эффективности общественно значимых проектов в методике оценки инвестиций следовало бы предусмотреть алгоритм, позволяющий:

- проанализировать интересы страны (региона) с учетом внешних (экстернальных) эффектов (*народнохозяйственная эффективность проекта*);
- проанализировать коммерческую перспективу проекта (*экономическая эффективность проекта в целом*);
- проанализировать *финансовую эффективность участия в проекте* (по каждому заинтересованному участнику);
- обосновать оптимальный уровень государственной поддержки (поиск вариантов обеспечения финансовой эффективности проекта для его участников в результате перераспределения доходов по низкодоходным, но значимым для страны проектам).

Примером такого алгоритма может быть схема оценки эффективности, описанная в подпункте 2.3 Методических рекомендаций Российской Федерации [8]. Мы полагаем, что развитие методики в этом направлении является перспективным, учитывая высокий уровень государственной поддержки отдельных видов бизнеса и предприятий, перекрестное субсидирование некоторых отраслей экономики республики (особенно в проектах сельского хозяйства, энергетики, нефтепереработки, строительной отрасли). При этом данная тема является сложной и заслуживает специальных научных изысканий, в связи с чем в данной статье мы ограничимся лишь ее обозначением.

Пересмотр порядка обоснования нормы дисконтирования в пользу большей свободы инвестора и разработчика

В пункте 42 действующей редакции Правил одно из положений по обоснованию нормы дисконта гласит: «Как правило, коэффициент дисконтирования рассчи-

тывается исходя из средневзвешенной нормы дисконта с учетом структуры капитала». Формулировка «как правило» часто трактуется экспертизой как однозначное указание на порядок расчета нормы дисконта без принятия других аргументов разработчиков бизнес-плана. В итоге не редки ситуации, когда по требованию экспертизы один и тот же инвестиционный проект при различных схемах (источниках) финансирования приходится оценивать по разным нормам дисконтирования.

По-нашему мнению, при таком подходе нарушается принцип сопоставимости условий сравнения различных проектов (вариантов реализации проекта), декларируемый, в частности, в [8]. Норма дисконта не должна зависеть от структуры источников финансирования, так как она должна отражать требования к доходности инвестиций. Кроме того, изменения в структуре источников финансирования (в виде отличающихся по величине финансовых издержек), согласно Правилам, учитываются отдельно – при расчете показателей эффективности по форме таблицы 4–19 Правил.

В описанной ситуации остается открытым вопрос, какими методами в рамках Правил можно убедительно для экспертизы обосновать иную норму дисконта, например, в соответствии с приводимым в том же пункте 24 Правил положением: «В необходимых случаях может учитываться надбавка за риск, которая добавляется к ставке дисконтирования для безрисковых вложений».

Мы полагаем возможным ограничиться общим требованием к разработчикам по обоснованию нормы дисконта с указанием в справочном порядке возможных вариантов решения.

Включение в доход по проекту финансового результата от ликвидации проекта

Под финансовым результатом от ликвидации проекта, или его ликвидационной стоимостью, могут пониматься как прогнозируемые чистые поступления от продажи предприятия в виде имущественного комплекса, продажи инвестором доли в уставном фонде или распродажи активов по остаточной стоимости, так и оценка остаточной сто-

имости имущества на момент окончания горизонта расчета без намерения собственника совершить сделку купли-продажи.

Учет ликвидационной стоимости проекта предусматривается в международных и национальных работах по оценке эффективности инвестиций [7; 8]. При этом отсутствие в текущей редакции Правил финансового результата от ликвидации проекта в составе прогнозируемых денежных потоков является еще одним источником потенциального занижения оценки эффективности инвестиций.

Пересмотр условий выбора и обоснования временного горизонта расчетов

Пунктом 16 текущей редакции Правил предлагается выполнять прогноз на горизонте расчета, охватывающем средневзвешенный нормативный срок службы основного технологического оборудования [2].

При этом, во-первых, не учитывается, что срок службы зданий и сооружений обычно многократно превышает срок службы оборудования. Как следствие, в течение срока службы оборудования часть основных средств не будет амортизирована полностью, а соответствующие капитальные вложения не будут возвращены инвестору в виде накопленной амортизации.

Во-вторых, для объектов с длительными сроками службы затруднительно выполнить обоснованный экономический прогноз условий их реализации на 20–40 лет вперед. А выбор в данной ситуации меньшего горизонта расчета не позволяет учесть всю стоимость создаваемых активов по причине отсутствия в Правилах понятия ликвидационной стоимости, что ведет к занижению доходов от реализации проекта и итоговой оценки эффективности.

Кроме того, по вопросу определения временного горизонта выполнения расчетов мы считаем необходимым обратить внимание на следующее положение пункта 16 Правил: «В случае, если срок возврата заемных средств равен либо превышает период от первоначального вложения инвестиций по проекту до окончания средневзвешенного нормативного срока службы основного технологического оборудования, планируемого к приобретению в рамках

реализации проекта, горизонт расчета устанавливается на срок возврата заемных средств плюс 1 год» [2]. Здесь, по нашему мнению, следует пояснить методику учета повторных инвестиций или отметить иные факторы, которые смогут обеспечить эксплуатацию создаваемого производства до момента погашения долгосрочных обязательств.

В целом, проблема определения временного горизонта выполнения расчетов и его влияния на оценку эффективности может быть решена кардинально – путем введения механизма учета ликвидационной стоимости на момент завершения проекта в составе его доходов. Это позволит, не искажая итоговой оценки, отойти от логической привязки горизонта расчета к среднему сроку службы оборудования для проектов с длительными сроками эксплуатации основных средств.

Исключение необоснованных ограничений при расчете показателей эффективности

Пункт 43 текущей редакции Правил устанавливает необоснованное ограничение горизонта расчета показателей эффективности в зависимости от величины динамического срока окупаемости. По нашему мнению, данное условие лишает экономического смысла такие рассчитываемые показатели, как чистый дисконтированный доход, внутренняя норма рентабельности, индекс доходности, а также делает несопоставимыми по указанным показателям варианты реализации одного и того же проекта.

Вопросы актуализации Правил по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов

В отличие от вопросов методического развития Правил, изложенных выше, актуализация Правил не предусматривает изменений их методологии и затрагивает лишь вопросы корректировки отдельных методических положений Правил и учета изменений, произошедших со времени последней редакции Правил, в части перечня, порядка расчета и уплаты налогов и сборов.

В частности, следует обратить внимание на методику прогнозирования отдельных элементов оборотных средств и крат-

косрочного заемного капитала в таблице 4–10 «Расчет потребности в чистом оборотном капитале» Правил. Так, дебиторская задолженность поставщиков и подрядчиков (строка 1.6.1 таблицы 4–10 Правил) рассчитывается на основе прогнозируемых объемов материальных затрат, оплачиваемых авансом. В то же время расчет кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками, дебиторской и кредиторской задолженности покупателей и заказчиков (строки 1.6.2, 2.1 и 2.2 таблицы 4–10 Правил) выполняется уже по другому алгоритму – без какого-либо учета порядка расчетов с контрагентами предприятия.

Еще один методический аспект, который следовало бы разъяснить в Правилах – это планирование повторных инвестиций и их учет в оценке эффективности инвестиционного проекта. Под повторными инвестициями здесь понимаются расходы на закупку отдельных объектов основных средств, срок службы которых истекает раньше, чем заканчивается горизонт расчета. Такие инвестиции находятся за пределами первоначальных инвестиций, необходимых для создания и ввода в эксплуатацию объекта, однако они являются необходимыми для поддержания работоспособности производства в процессе его эксплуатации по мере того, как отдельные виды оборудования или их элементы полностью амортизируются и нуждаются в замене. Повторные инвестиционные затраты, как правило, финансируются за счет доходов по проекту. Они учитываются в прогнозе потоков денежных средств (таблица 4–17 Правил), а также при планировании потребности в инвестициях и источников их финансирования (таблица 4–11 Правил).

Дополнительные разъяснения в Правилах, по нашему мнению, требуются в части учета повторных инвестиций при оценке окупаемости проекта наравне с первоначальными инвестициями (таблица 4–19 Правил). Ведь в этом случае у инвестора или экспертизы могут возникать вопросы, почему величина капитальных затрат, указанная в таблице «Сводные показатели по проекту» (Приложение 2 Правил), не соответствует величине, приведенной в проектной документации. Кроме того, инвестор

не видит величины первоначальных вложений, требуемой для реализации проекта и ее окупаемости.

Учет повторных инвестиций при оценке окупаемости проекта в действующей редакции Правил обусловит занижение значений показателей эффективности проекта. Занижение оценки объясняется тем, что инвестиционные затраты на поддержание производства в работоспособном состоянии в расчете отражены, а вот его ликвидационная стоимость, призванная компенсировать инвестору возможный выход из проекта в конце горизонта расчета, не учтена.

Решить проблему занижения оценки можно несколькими путями. Во-первых, можно включить в состав доходов по проекту такой элемент, как финансовый результат от ликвидации проекта на момент его завершения (окончание горизонта расчета). Во-вторых, не учитывать при расчете показателей эффективности в таблице 4–19 Правил повторные инвестиции с целью оценки эффективности и окупаемости именно первоначальных инвестиций, эксплуатация которых предполагается до полной амортизации созданных основных средств (исходя из их средневзвешенного срока службы).

* * *

Правила по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов играют важную роль в унификации подходов участников инвестиционного процесса к оценке эффективности инвестиций, обеспечивая взаимопонимание инвесторов и инициаторов проекта, разработчиков, экспертизы и финансовых структур республики.

Изменение условий ведения хозяйственной деятельности в Республике Беларусь, активизация международных инвестиционных отношений, а также накопленный опыт оценки крупных инвестиционных проектов обусловили необходимость корректировки и важность дальнейшего развития Правил.

Рассматриваемые в статье актуальные вопросы совершенствования Правил затрагивают как вопросы методики выполнения расчетов в рамках бизнес-плана, так и бо-

