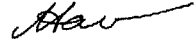


На правах рукописи



Лагунов Михаил Александрович

РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ УПРАВЛЕНИЯ
ЭФФЕКТИВНОСТЬЮ ИНВЕСТИЦИЙ

Специальность 08.00.05 - экономика и управление народным хозяйством
(региональная экономика;
управление инновациями и инвестиционной деятельностью)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Ижевск - 2003

Работа выполнена в ГОУ ВПО "Удмуртский Государственный Университет"

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Боткин Олег Иванович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Пыткин Александр Николаевич

кандидат экономических наук, доцент
Алексеева Наталья Анатольевна

Ведущая организация: ГОУ ВПО "Ижевский Государственный
Технический Университет"

Защита состоится « 18 » ноября 2003 г. в 15 часов на заседании диссертационного совета ДМ212.275.04 в ГОУ ВПО "Удмуртский Государственный Университет" по адресу: 426034, г. Ижевск, ул. Университетская, 1, корп. 4, ауд. 431.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ГОУ ВПО "Удмуртский Государственный Университет".

Автореферат разослан « 17 » октября 2003 г.

Ученый секретарь диссертационного совета,
кандидат экономических наук, профессор



Баскин А.С.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы.

Итоговые макропоказатели последних лет дают повод для оптимизма в отношении большинства нерешенных экономических проблем рынка в России, в частности, с 1999 года страна вышла на попожительный прирост ВВП и промышленного производства, инфляция снизилась до минимального уровня за все время реформ, стабилизировался и укрепился курс рубля.

Трансформации структурных преобразований российской экономики повышают роль субъектов Российской Федерации в экономической деятельности, что находит отражение в усилении экономической политики государства на федеральном и региональном уровнях, создании соответствующей регулятивной инфраструктуры. Необходимость усиления роли регионов относится и к российскому инвестиционному рынку, который не в полной мере выполняет основную функцию - привлечение и размещение свободных инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики страны. В этой связи задача, которая стоит сегодня перед регионами, заключается *в создании благоприятных условий для мобилизации внутренних инвестиционных ресурсов на условиях их максимально эффективного использования.*

Таким образом, необходимость пересмотра государственной политики в области привлечения и использования инвестиций, результатом которой должна стать разработка оптимальной методики оценки их народнохозяйственной эффективности, является обоснованной. Это позволит мобилизовать внутренние ресурсы для осуществления долгосрочных инвестиций в производство, что, в свою очередь, создаст условия устойчивого экономического роста в стране.

Таким образом, *актуальность темы диссертации* определяется усилением роли государства и регионов в активизации российского инвестиционного рынка, в создании условий для масштабного привлечения на рынок инвесторов, в повышении народнохозяйственной эффективности управления инвестиционными проектами для удовлетворения экономических интересов регионов.

Существенно ниже методологическая проработка проблем регионального управления инвестиционным процессом. Широкую известность получили рейтинговые системы оценки инвестиционной привлекательности субъектов РФ. В то же время методическое обеспечение региональной инвестиционной политики в России представляется несовершенным. Наиболее распространенным методом отбора инвестиционных проектов для включения в региональные инвестиционные программы является индивидуальный отбор по критериям,

зафиксированным в весьма общей форме, например, по "приоритетности" отрасли (предприятия) или инвестиционного продукта. В условиях значительного дефицита инвестиционных ресурсов этот подход сохраняет субъективизм принятия решений и снижает эффективность их использования. В практике регионального управления и теоретических работах дискутируется вопрос о целесообразности государственного воздействия на инвестиционную деятельность негосударственного г-рктора. Вместе с тем, практическая необходимость селективной поддержки отдельных предприятий региона в условиях дефицитности инвестиционных ресурсов требует обоснования объективных правил отбора таких предприятий и проектов, реального механизма привлечения инвестиционных ресурсов в регион и их эффективного использования. В этой связи очень важны исследования и разработки, формирующие методологию проведения государственными органами анализа эффективности инвестиционных решений в регионе.

Данная диссертационная работа соответствует п. 4 15 «Развитие методологии анализа, методов оценки, моделирования и прогнозирования инвестиционной деятельности в экономических системах» и л. 5 16 «Управление экономикой региона на национальном, региональном и муниципальном уровнях, функции и механизм управления; разработка, методическое обоснование, анализ, оценка эффективности организационных схем и механизмов управления» по классификации паспорта специальностей ВАК.

Степень разработанности проблемы.

Проблема, поднятая в диссертационной работе, стоит на стыке двух областей - это региональная экономика и управление инвестициями. Данные области экономического знания получили широкое развитие в работах таких иностранных специалистов, как: Г.Бирмап, Р.Брейли, Ю.Бригхем, Л.Дж.Гитман, П.Массе, Р.Солоу, П.М.Хавранек, Дж.К.Ван Хорн, У.Ф.Шарп. В то же время весомый вклад в теорию инвестиций внесли и отечественные ученые. Монографии и статьи таких ученых-экономистов как Л.И.Абалкин, В.Д.Андрианов, И.А.Бланк, Ю.В.Богатин, В.П.Богачев, В.В.Бочаров, П.Л.Виленский, А.В.Воронцовская, Л.Т.Гиляровская, А.М.Дыбов, Д.А.Ендовицкий, А.К.Осипов, К.В.Павлов, А.Н.Пыпкин, Я.А.Рекитар, В.М.Родионова, С.А.Смоляк, И.С.Фотин, М.И.Шишкин оказали значительное влияние на формирование экономической мысли в области инвестиционного менеджмента и оценки социально-экономической эффективности развития региона в условиях становления рыночных отношений.

Целью диссертационного исследования является совершенствование методического аппарата инвестиционного анализа, рекомендуемого к использованию региональными органами власти в России, структуры его аналитического и информационного обеспечения

во взаимосвязи с вариантами инвестиционных и регулятивных решений в процессе деятельности государственных органов на инвестиционном рынке.

В соответствии с поставленной целью исследования определены и решены следующие задачи:

- определены специфика, содержание и структура задач интегральной оценки эффективности инвестиций, требующейся к проведению региональными органами власти в процессе своей деятельности на инвестиционном рынке, с учетом международной практики в этой области;
- установлена взаимосвязь процесса оценки эффективности инвестиционных проектов предприятиями и процесса принятия региональными органами управленческих решений, доказана возможность и необходимость использования методов интегральной оценки эффективности инвестиций в процессе деятельности государственных органов на инвестиционном рынке;
- определены факторы, влияющие на деятельность инвесторов, которые должны учитывать региональные органы при принятии инвестиционных и регулятивных решений;
- определена методика интегральной оценки эффективности инвестиций, включающая соответствующую систему показателей и алгоритм их расчета.

Объектом исследования являются экономические отношения в регионе между предприятиями-реципиентами, инвесторами и другими участниками инвестиционных процессов, возникающие в процессе проведения экономической оценки эффективности инвестиций и использования ее результатов для принятия соответствующими государственными органами региона управленческих и регулятивных решений.

Предметом исследования в диссертации являются механизм экономической оценки эффективности инвестиций на уровне региона.

Теоретические и методологические основы исследования.

Теоретическую основу исследования составляют многолетние достижения экономической науки, фундаментальные и прикладные исследования отечественных и зарубежных ученых, идеи научных школ и направлений, работы по экономической теории, теории экономического анализа, теории управления инвестициями, экономике основных фондов, эффективности капиталовложений, регионалистике, программные и прогнозные разработки и методики государственных органов власти и управления. В работе использованы правовые и нормативные законодательные акты по вопросам инвестиций как федерального, так и регионального и местного уровней.

Методологической базой исследования являются различные общие и частно-научные методы познания - системный, диалектический, логический, сравнительный анализы, анализ динамических рядов, метод научной абстракции, экономико-статистические методы, методы аналитических группировок, методы дедукции и индукции, экономико-математическое моделирование, экономическая диагностика, формализация, классификация факторов, специфические расчеты показателей эффективности инвестиций. Также в диссертации применены методы графического отображения.

Научная новизна работы заключается в разработке содержания, структуры и методов проведения народнохозяйственной оценки эффективности инвестиций на уровне региона с выделением в качестве отдельной категории социально-экономического эффекта.

Автором получены следующие результаты, носящие характер *нового знания*:

- определена структура и содержание оценки народнохозяйственной эффективности инвестиций в регионе, сформулирован класс задач, выделена специфика расчета различных видов эффектов, проводимого региональными органами в процессе своей деятельности на инвестиционном рынке;
- сформирована и систематизирована структура показателей оценки социально-экономической эффективности инвестиций, используемых в процессе анализа инвестиционных проектов для целей последующего принятия региональными органами инвестиционных и регулятивных решений;
- разработана методика комплексной оценки народнохозяйственной эффективности инвестиционных проектов, ориентированная на потребности региона - собственника, инвестора и регулятора инвестиционного рынка, включающая в себя экономический, бюджетный и социальный блоки, систему показателей состояния предприятий-реципиентов, а также классификацию и характеристику методов оценки, используемых региональными органами в процессе своей деятельности на инвестиционном рынке;
- « разработан методический аппарат расчета экономического, социального, бюджетного и народнохозяйственного эффектов предприятий-реципиентов инвестиций для региона, формирования на этой основе вариантов инвестиционных решений с исследующим выбором конечной инвестиционной стратегии.

Практическая значимость работы состоит в том, что теоретические положения диссертации, разработанные рекомендации, сформулированные выводы и подготовленные на их основе предложения могут быть использованы потенциальными инвесторами в ходе оценки эффективности на этапе реализации инвестиционных проектов при рассмотрении вопросов формирования стратегии управления инвестиционной политикой предприятия;

выявления дополнительных инвестиционных ресурсов; формирования оптимальной группы инвестиционных проектов с учетом их полезности для достижения целей предприятия; оптимизации заемной политики предприятия.

Помимо этого результаты исследования ориентированы на применение на практике различными региональными и федеральными государственными органами исполнительной власти.

Разработанная автором методика оценки инвестиций может быть использована в существующей схеме взаимодействия между субъектами реализации инвестиционной политики региона, в частности, в конкурсах на финансирование инвестиционных проектов

Теоретическая значимость работы заключается в возможности использования основных положений и выводов диссертации для дальнейшего научного анализа и развития теории экономических оценок эффективности инвестиций.

Теоретические обобщения и практические выводы могут быть использованы в учебном процессе в высших учебных заведениях при изучении курсов «Региональная экономика», «Внеэкономическая деятельность региона», «Экономика народнохозяйственного комплекса». «Анализ хозяйственной деятельности», «Инновационный менеджмент» и других смежных курсов и спецкурсов, преподаваемых в высших учебных заведениях.

Апробация результатов исследования осуществлялась в процессе выполнения работы путем публикации статей и выступлений с докладами на научно-практических конференциях.

Отдельные положения и результаты диссертационного исследования доведены до сведения руководства и специалистов соответствующих отделов Министерства международных связей Удмуртской Республики, Министерства экономики Удмуртской Республики, Постоянной комиссии при Государственном совете Удмуртской Республики по экономической политике, вопросам собственности и инвестиций.

Публикации. По содержанию диссертационного исследования опубликовано 4 работ, общим объемом 2,6 п л.

Источниками получения информации по проблематике настоящей работы явились отечественная и зарубежная литература (использованы учебные пособия, журнальные и газетные публикации), официальные материалы Государственного комитета по статистике Российской Федерации и Удмуртской Республики, материалы Министерства международных связей УР, ресурсы сети Интернет (публикации и рабочие материалы ученых-исследователей, статистические базы данных, официальные сайты международных

организаций, правительственных органов России и Удмуртии - Министерства экономического развития и торговли РФ и других, университетов, бизнес-школ).

СТРУКТУРА ДИССЕРТАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Диссертационная работа струупурно состоит из введения, трех глав и заключения. Основной текст изложен на 203 страницах, включающих 26 таблиц и 11 рисунков. Библиография включает 104 источника.

Во введении обоснована актуальность темы, отражена степень разработанности проблемы, поставлены цели и определены задачи диссертационного исследования, выбраны объект и предмет исследования, сделана ссылка па теоретические и методологические основы диссертационной работы. Подчеркнуты теоретическая и практическая значимость работы и ее научная новизна; полученные автором результаты, носящие характер нового знания.

Первая глава «Теоретические основы региональных инвестиций» освещает теоретические аспекты оценки инвестиционных проектов: рассматривает инвестиционное проектирование как часть экономической стратегии региона, освещает алгоритм принятия и механизм оценки инвестиционных решений.

Вторая глава «Оценка социально-экономической эффективности инвестиций» включает анализ принятых методик оценки народнохозяйственной эффективности итаесгищнй: существовавших ранее и признанных неудачными и применяемых современных методик. Проводится критический анализ принятых и реализуемых Правительством РФ методических рекомендаций по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования, рассматривается система народнохозяйственного эффекта инвестиций во взаимосвязи с его подсистемами - экономическим, бюджетным и социальным эффектами. Оценивается инвестиционный потенциал и социально-экономическая эффективность инвестиций на примере Удмуртской Республики.

Третья глава «Оценка экономической эффективности региональных инвестиций» определяет систематизацию используемых для оценки эффективности инвестиций методик и экономических показателей, анализирует имеющие место взаимодействия и конфликтности показателей и методик с приведением рекомендаций автора по используемым методикам и моделям и, наконец, разработанную автором методику, модели и оценочные показатели социально-экономической эффективности ивнесищнй.

В заключении представлены выводы автора по результатам диссертационного исследования и сформулированы предложения по совершенствованию теоретического и методологического аппарата оценки эффективности инвестиций.

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Систематизированные критерия определения уровня участия региона в инвестиционном процессе.

Все регионы в той или иной степени связаны с инвестиционной деятельностью. Нередко решения должны приниматься в условиях, когда имеется ряд альтернативных или взаимно независимых проектов. В этом случае необходимо сделать выбор одного или нескольких проектов, основываясь на каких-то критериях. Очевидно, что каких-то критериев может быть несколько, а вероятность того, что какой-то один проект будет предпочтительнее других по всем критериям, как правило, значительно меньше единицы.

Руководство региона, прежде чем принять решение об инвестировании, должно определиться в системе приоритетов. Здесь возможны варианты: общественная значимость проекта; влияние на имидж региона; соответствие долгосрочным целям и задачам развития региона; соответствие финансовым возможностям региона и предприятия; соответствие организационным возможностям региона и предприятия; рыночный потенциал создаваемого продукта; период окупаемости проекта; прибыль; уровень риска; экологическая безопасность проекта.

Роль региона при этом сводится к следующему: регион может осуществлять функции посредника и организатора инвестиционной деятельности, создавать соответствующую инфраструктуру; регион может оказывать инвесторам и реципиентам прямую и косвенную поддержку или участвовать с ними в совместной предпринимательской деятельности; регион может выступать в качестве инициатора новых организационных форм инвестиционной и инновационной деятельности, в том числе и инициатором создания специальных инвестиционных фондов для концентрации средств различных источников в целях реализации приоритетных для государства проектов.

Оцениваемые проекты подразделяются на следующие типы: проекты, предназначенные для реализации предварительно разработанных и утвержденных федеральных программ, то есть формируемые под заранее заданный срок и результат; проекты, ориентированные на реализацию приоритетного для государства

производственного или научно-технического направления; инициативные проекты вне рамок приоритетных направлений.

Критериями поддержки инвестиционных проектов на уровне региона служат: уровень наукоемкости; степень управляемости или надежности; опора на доступные ресурсы; связь со смежными отраслями экономики; совершенствование инфраструктуры; поддержание занятости и создание новых рабочих мест; надежность потенциальных инвесторов; возможность последующей диверсификации; другие критерии, отражающие стратегические задачи и экономическую конъюнктуру.

Критерии отбора инвестиционных проектов подразделяются на следующие группы: целевые критерии; внешние и экологические критерии; критерии реципиента, осуществляющего проект; критерии научно-технической перспективности; коммерческие критерии; производственные критерии; рыночные критерии; критерии региональных особенностей реализации проекта; критерии риска.

Вопросы риска при инвестиционных действиях сильно дифференцируются по различным регионам Российской Федерации. Поэтому при отборе проектов дополнительно необходимо учитывать ресурсные возможности регионов, степень социальной нестабильности, состояние инфраструктуры (коммуникации, банковское обслуживание) и другие факторы.

2. Система показателей народнохозяйственного эффекта региональных инвестиций.

Описывая регион как объект исследования и обосновывая подход к построению его инвестиционной стратегии, необходимо учитывать его системные свойства, характеризующие субъект с двух сторон: как подсистему народнохозяйственного промышленного комплекса экономики страны в целом, которая определяет основные параметры его развития (уровень налоговых платежей, процентные ставки, отраслевые и региональные особенности, конкуренцию, потребителей и сегментацию рынка); как самостоятельную саморазвивающуюся социально-экономическую систему.

В настоящий момент в экономической науке помимо народнохозяйственного выделяют следующие виды эффектов инвестиций: экономический, коммерческий, производственный, технический, бюджетный, социальный, политический, экологический и др.

При этом все эти эффекты можно по праву рассматривать как подсистемы более общего народнохозяйственного эффекта.

Автор разработал следующую схему взаимосвязей и взаимозависимостей между системой народнохозяйственного эффекта и его подсистемами (рис. 1).



Рве. 1. Система народнохозяйственного эффекта и его подсистемы

Из данной схемы видно, что экономический эффект играет ключевую роль в формировании не только народнохозяйственного эффекта, но и сопутствующих эффектов. Так, бюджетный эффект формируется из налоговых поступлений предприятия, осуществившего инвестиционный проект, социальный эффект - из вновь созданных рабочих мест.

Таким образом, основная идея состоит в том, что специальный расчет народнохозяйственного эффекта лишен смысла. Стоимостная оценка таких видов эффектов как политического, экологического, социального и прочих очень затруднена. В то же время бюджетный и социальный эффекты зависят и целиком формируются за счет экономического эффекта. Коммерческий, производственный и технические эффекты являются подсистемами экономического эффекта. Вывод, который следует из этого: расчет экономического эффекта не только должен служить основой для расчета народнохозяйственного эффекта, но и подменить его.

Причины для этого перехода заключаются как в максимальном упрощении процедуры расчета эффективности инвестиций (например, только отбор инвестиционных проектов для финансирования из регионального бюджета УР занимает несколько месяцев), так и в

минимальном изменении точности этой оценки за счет расчета не только экономического, но и сопутствующих эффектов, входящих в систему народнохозяйственного эффекта.

При оценке эффективности инвестиционных проектов рассчитываются следующие показатели: экономические - NPV, IRR, PI, период окупаемости; бюджетные - налоговые поступления (налог на прибыль, НДС, налог с продаж, налог на пользователей автодорог, отчисления во внебюджетные фонды) и социальные - численность вновь нанимаемых работников и их средняя заработная плата.

Данная система расчета несет в себе много недостатков, основными из которых являются длительность расчета, неполнота расчета (учитываются далеко не все налоги) и неточность (невозможно спрогнозировать налоговые ставки и даже само существование отдельных видов налогов на 3-5 лет вперед - средний горизонт расчета большинства инвестиционных проектов).

В связи с этим, мы предлагаем в качестве основных экономических показателей народнохозяйственной эффективности инвестиционных проектов использовать следующие: интегральный экономический показатель (NPV, IRR, PI), прибыль (не налог на прибыль и не товарооборот) и годовой социальный эффект в стоимостном выражении, равный годовому фонду оплаты труда вновь принятых работников. Суть состоит в учете только вновь созданной стоимости, полученной прибыли, принятых работников. При этом, возможно отказаться от прочих налогов с оборота, с основных фондов, так как прибыль не только сама по себе характеризует экономическую эффективность предприятия, но и является показателем, тесно связанным с другими экономическими показателями. Так, товарооборот и налоги с него легко вычисляются, если известны прибыль и инвестиционные затраты.

3. Управление социально-экономической эффективностью инвестиций в регионе.

Основой для оценки социально-экономической эффективности региональных инвестиций призвано служить соотношение совокупного социально-экономического эффекта, выражаемого в налоговых поступлениях (либо в прибыли реализуемого инвестиционного проекта) + фонд оплаты труда вновь принятых работников, и объема инвестиций, затраченных на осуществление проекта.

Оценим социально-экономическую эффективность регионального управления инвестиционным процессом на примере двух показательных экономических институтов, на поддержку и развитие которых обычно и расходует большая часть государственного (в том числе регионального) инвестиционного бюджета: это коммерческие организации с иностранными инвестициями (КОИИ) и малое предпринимательство (МП).

Таблица 1

Динамика показателей социально-экономической эффективности

КОИИ Удмуртской Республики

Показатель	1995г.	1996г.	1997г.	1998г.	1999г.	2000г.	2001г.	2002г.
Иностранные инвестиции, всего, млн. долларов	11,0	2,6	10,0	8,1	116,8	10,6	6,8	156,7
прямые инвестиции	10,8	1,7	7,0	1,9	0,3	1,4	1,2	1,8
прочие инвестиции (включая кредиты)	0,2	0,8	3,0	6,2	116,5	9,2	5,6	154,6
КОИИ – всего	146	142	146	156	166	166	179	183
Зарегистрировано КОИИ	28	13	15	14	14	11	18	7
Действующие КОИИ	73	60	52	58	57	58	59	60
Ликвидировано и исключено из реестра КОИИ	23	17	11	4	4	11	5	3
Объем производимой продукции и услуг, млн. руб.	171	231	255,5	323,2	791,2	1270,1	1511,2	1841,6
Реализация на внутреннем рынке, млн. руб.	92,8	185,8	180,5	258,7	449,5	631,2	869,3	991,7
Экспорт КОИИ, млн. долларов	26,8	31,8	22,6	14,4	13,9	17,5	23,5	28,7
Импорт КОИИ, млн. долларов	7,7	7,9	5,0	2,4	3,8	3,9	4,1	5,6
Доля иностранного инвестора в уставном фонде, %	60,0	57,6	71,5	82,5	82,6	83,1	82,9	81,7
Налоги, перечисляемые в бюджеты, млн. руб.	20,0	77,6	77,9	77,0	237,8	394,3	517,4	712,1
Количество рабочих мест	1618	1817	1473	1614	1927	2497	2632	3128
Региональные инвестиции, млн. руб.	0,771	0,213	0,772	0,913	1,638	2,342	2,785	3,183
Социально-экономическая эффективность, коэффициент	27,03	369,78	102,39	85,79	146,53	170,23	187,86	226,30

Таблица 2

Динамика показателей социально-экономической эффективности

субъектов малого предпринимательства Удмуртской Республики

Показатель	2000 г.	2001 г.	2002 г.
Среднесписочная численность работников малых предприятий, чел.	66141	68036	69717
Фонд начисленной заработной платы работников малых предприятий, млн. руб.	632,817	880,864	142,646
Объем производства продукции (работ, услуг), млн. руб.	5480,1	7781,7	11050,2
Инвестиции в основной капитал малых предприятий, млн. руб.	171,456	721,555	578,331
Объемы финансирования субъектов малого предпринимательства, млн. руб.	20,000	35,500	39,520
Социально-экономическая эффективность, коэффициент	305,64	244,01	283,21

Необходимо учитывать, что данная социально-экономическая эффективность является завышенной, так как рассчитана, исходя из экономических результатов деятельности малых предприятий (объема их производства). В связи с тем, что малый бизнес обычно освобождается от многих налогов, то реальная эффективность может быть значительно ниже (см. табл. 3).

Таблица 3

Оценка социально-экономической эффективности субъектов малого предпринимательства Удмуртской Республики, 1997-2002 гг.

Показатель	Значение
Создано рабочих мест на профинансированных предприятиях, чел.	1630
Сохранено рабочих мест (численность работающих на профинансированных предприятиях), чел.	4403
Налоговые поступления от профинансированных предприятий, млн. руб.	62,134
Валовая выручка на профинансированных предприятиях, млн. руб.	1114,051
Социально-экономическая эффективность, коэффициент	0,6074

Необходимо подчеркнуть, что данная социально-экономическая эффективность региона по инвестиционной поддержке МП за период 1997-2002 гг. является более реальной и достоверной, так как рассчитывалась исходя из налоговых поступлений в бюджет, а не экономических результатов деятельности предприятий малого бизнеса.

Если сравнивать социально-экономическую эффективность этих двух разных групп экономических объектов (КОИИ и МП), то мы видим, что эффективность КОИИ выше, несмотря на то, что их государственная поддержка существенно ниже (на порядок), чем поддержка МП. Объяснение этому факту состоит в том, что основными источниками финансирования КОИИ являются иностранные инвесторы и в гораздо меньшей степени - государство (в форме субсидий, займов, гарантий, деятельности Министерства международных связей Удмуртской Республики). В то же время практически единственным источником финансирования МП является государство (в основном через лизинговые операции). В связи с этим, при оценке социально-экономической эффективности равноуровневых экономических объектов, необходимо учитывать характер и источники осуществленных инвестиций.

Как видно, значение социально-экономической эффективности существенно зависит от методики расчета. В данном случае, для обеспечения сравнимости оценок необходимо использовать в расчетах равнозначные группы показателей. При этом условии возможна не только сравнительная оценка эффективности одних и тех же экономических объектов в динамике, но и разных объектов между собой.

Таким образом, если рассматривать «инвестиции» как общую экономическую категорию, подразумевающую вложение средств в ожидании отдачи, то становится возможным оценить любой экономический проект в части эффективного использования финансовых (в частности государственных) средств.

Значимость данного вывода переводит возможность использования данной методики из инвестиционной в бюджетную сферу, а также в микроэкономическую сферу и прочте смежные отношения, требующие учета не только экономических результатов инвестиционного проекта, но и его социальных последствий.

4. Систематизация конфликтов, возникающих на основе применения различных интегральных показателей эффективности инвестиций.

В основе процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера лежат: оценка и сравнение объема предполагаемых инвестиций и будущих денежных поступлений.

Центральное место среди научных и практических проблем отечественной экономики занимает проблема соизмерения затрат и результатов при реализации различных проектов и выбора лучшего для рационального использования инвестиций. Решение данной проблемы важно как для плановой экономики, так и рыночной, поскольку касается инвестиционных рычагов их роста.

Для этого теория инвестиционного анализа предусматривает использование определенной системы аналитических показателей, которая в совокупности позволяет прийти к достаточно надежному и объективному выводу об эффективности использования инвестиционного потенциала для финансирования того или иного проекта.

Понятие эффективности предполагает корректное сопоставление понесенных затрат с полученными результатами. И если под затратами понимаются инвестиционные вложения, то под результатами - те доходы, которые появятся вследствие функционирования реализованного предпринимательского проекта.

Для оценки эффективности инвестиционных вложений в качестве интегральных оценочных показателей чаще всего применяются показатели, основанные на дисконтировании, как самые точные, позволяющие учесть очень много факторов (включая инфляцию): чистая текущая стоимость (NPV); внутренняя норма прибыли (IRR); рентабельность инвестиций (PI); отношение выгоды/затраты (B/C ratio).

Основной из них — NPV, остальные — производные от него. Срок окупаемости и некоторые другие коэффициенты в группу интегральных показателей не входят.

Показатель рентабельности инвестиций является «темной лошадкой» среди показателей подобного рода и в российской экономической практике недооценен. За

рубежом, этот показатель пользуется гораздо большей популярностью и часто подменяется близким ему с экономической точки зрения отношением выгоды/затраты, которое правда используется большей частью для оценки эффективности инвестиций в ценные бумаги (прежде всего, в акции).

В то же время почти все эти показатели конфликтуют друг с другом и выдают разные оценки экономической эффективности, зачастую несопоставимые между собой. Рассмотрим основные виды конфликтов:

1) Если оцениваются проекты в условиях строгого бюджетного ограничения, то не возникает никаких проблем. Границы эффективности совпадают для обоих. Если же сравниваются проекты с разными издержками, возникают противоречия между упорядочениями по разным критериям.

Вывод: данные два критерия зачастую эквивалентны. Однако метод NPV предпочтителен при сравнении взаимно исключающих проектов при неограниченном финансировании.

2) Очевидно, что выбор ставки дисконтирования при подсчете NPV, V/C ratio и PI оказывает значительное влияние на итоговый результат расчета, а следовательно, и на его интерпретацию. Величина ставки дисконтирования, в принципе зависит от темпа инфляции, минимальной реальной нормы прибыли и степени инвестиционного риска. При этом, минимальной нормой прибыли будем считать наименьший гарантированный уровень доходности на рынке капиталов, то есть нижняя граница стоимости капитала. В качестве приближенного значения ставки дисконтирования обычно используются существующие усредненные процентные ставки по долгосрочным банковским кредитам.

Критерии NPV, IRR и PI, наиболее часто применяемые в инвестиционном анализе, являются фактически разными версиями одной и той же концепции, и поэтому их результаты связаны друг с другом. Конфликты в ранжировании взаимоисключающих инвестиционных проектов между NPV, IRR и PI могут возникнуть из-за разницы между абсолютным денежным значением, измеряемым NPV, и относительной прибыльностью на доллар продисконтированных денежных оттоков, измеряемых PI . В частности, конфликты между этими критериями могут возникать при наличии:

- а) несоответствия объемов денежных оттоков, необходимых для реализации рассматриваемых взаимоисключающих проектов;
- б) несоответствия во времени денежных поступлений, генерируемых рассматриваемыми взаимоисключающими проектами.

При этом необходимо подчеркнуть, что для возникновения конфликта между NPV , IRR и PI необходимо иметь два или более взаимоисключающих проекта, так как при

рассмотрении единственного инвестиционного проекта с традиционной схемой денежных потоков все три критерия будут давать сходные результаты.

Многие специалисты по проектному анализу предпочитают критерий чистой приведенной стоимости из-за его простоты, однозначности и предоставляемой им возможности выбора оптимального проекта из ряда вариантов. Для использования этого показателя нужно, чтобы специалисты по проектному анализу подготовили информацию об альтернативной стоимости капитала, то есть определили норму дисконта. Последнее возможно лишь при условии нормально функционирующего рынка капитала и четкого представления о существующих альтернативных возможностях. В некоторых случаях число неотложных капиталовложений превышает имеющиеся фонды, а в других странах рынки капитала недостаточно развиты или не могут свободно функционировать. В таких условиях специалисты по проектному анализу могут отдать предпочтение внутренней ставке дохода как показателю достоинства проекта, так как этот показатель легко сопоставим с процентными ставками на внутренние или международные займы для финансирования инвестиций в проект.

S. Методика оценки эффективности инвестиций с выделением нового интегрального показателя.

Какой же показатель все-таки имеет право называться интегральным, комплексным? Безусловно, данный показатель должен подчиняться следующим критериям: объективность; сравнимость с другими экономическими показателями; вычисление путем простых расчетов; практическое применение в реальных экономических ситуациях.

Представим, в каком виде инвестору хотелось бы видеть этот экономический показатель. В первую очередь, в процентном выражении, выражающему среднегодовую отдачу инвестированных средств. Дело в том, что практически все показатели, которыми инвесторы обычно оперируют, представлены в процентном виде, обозначающим на сколько процентов изменится величина денежного потока, либо его стоимость, либо его объем, либо другие характеристики, например: процент инфляции, ставка рефинансирования Центробанка, ставки по депозитам в коммерческих банках, рентабельность производства, рентабельность инвестиционных проектов. И эти процентные ставки являются годовыми.

Таким образом, в качестве альтернативы описанной выше методики автор предлагает адаптированную для региона методику расчета интегральных показателей оценки эффективности инвестиций для предприятий. Принятые в данной методике показатели NPV, IRR, PI широко распространены, формулы для их расчета встроены в современные программные вычислительные пакеты.

При этом в качестве платежей выступают государственные субсидии, предоставляемые налоговые и другие льготы в денежном выражении за год, предоставляемые из регионального или федерального бюджетов, рассматриваемые в качестве прямых инвестиций; государственные кредиты и займы в качестве прочих инвестиций и приобретение государством (регионом) пакетов акций в качестве портфельных инвестиций.

В качестве поступлений могут рассматриваться налоги предприятия, проценты по кредитам и займам, выданным регионом предприятию, дивиденды по акциям, принадлежащим региону.

Это экономический эффект. Как было обосновано ранее, реально учесть только этот вид эффекта. Тем не менее, необходимо иметь ввиду, что помимо экономического существуют другие виды эффекта: социальный (реализация инвестиционного проекта зачастую подразумевает, создание новых рабочих мест, следовательно - увеличение занятости и снижение безработицы), экологический, политический, другие виды эффектов.

В то же время недостаточно просто адаптировать существующие методы расчета интегральных экономических показателей для региона, ибо они уже содержат в себе изначально заложенные структурные ошибки. Таким образом, ж NPV, и JRR, и PI уже не могут использоваться в качестве интегральных. Рассмотрим более подробно их ошибки.

Так, NPV по мнению диссертанта не может считаться интегральным показателем эффективности, по причине, что он не удовлетворяет первым двум критериям. В первую очередь, он не объективен. И дело даже не в выборе коэффициента дисконтирования, а в другой не менее важной составляющей формулы NPV. Речь идет об одном из основных факторов, определяющих величину чистой текущей стоимости проекта, которым является масштаб деятельности, проявляющийся в "физических" объемах инвестиций, производства или продаж. Отсюда вытекает ограничение на применение данного метода для сопоставления различающихся по этой характеристике проектов: большее значение NPV не всегда будет соответствовать более эффективному варианту капиталовложений. При всех достоинствах этот критерий не позволяет сравнивать проекты с одинаковой NPV, но разной капиталоемкостью.

NPV как абсолютный показатель эффективности не может служить объектом сравнения, следовательно, он, подтверждая, что проект эффективен, не определяет, насколько он эффективен.

IRR, как экономический показатель оценки эффективности инвестиций более всего подходит на роль интегрального. Тем не менее, он также имеет ряд недостатков.

Один из самых наиболее часто упоминаемых недостатков этого показателя, но в то же время не самый серьезный - это сложность расчета, что, впрочем, компенсируется возможностью применения компьютерных средств,

Второй, гораздо более серьезный, недостаток, но на который обращают меньше внимания - это конфликт получаемой в результате вычислений внутренней нормы прибыли (IRR) с периодом инвестиционного проекта.

Поясним: инвестиции (платежи) обычно осуществляются в начале инвестиционного периода, а результаты (поступления) в полном объеме начинают приходить только к середине или концу периода. В результате при дисконтировании с низкой ставкой проект окупается достаточно быстро, в случае высокой ставки - намного дольше. То есть период инвестиционного проекта и ставка зависят друг от друга. Другими словами, при прочих равных условиях, при вычислении IRR двух одинаковых проектов, у того, который длится хотя бы на 1 год дольше (например, 6 лет, а не 5), IRR будет больше. Вывод отсюда один: не стоит забывать, что эффективность проекта не заканчивается с его окупаемостью.

Третий недостаток - это получаемая в итоге среднегодовая внутренняя норма прибыльности. Ее недостаток заключается в слове «среднегодовая». Конечно, с одной стороны - это хорошо: это позволяет сравнивать ее с инфляцией, с рентабельностью. Но с другой - она не отражает реальности, так как доходность инвестиционного проекта различается по годам.

Четвертый недостаток заключается в математических особенностях решения уравнения IRR. При использовании IRR следует соблюдать известную осторожность. Во-первых, она не всегда существует. Во-вторых, уравнение может иметь больше одного решения. Первый случай весьма редок. Во втором корректный расчет IRR несколько затруднителен, хотя и возможен. В качестве первого приближения в ситуации, когда простой (недисконтированный) интегральный эффект положителен, ряд авторов предлагает принимать в качестве дисконта значение наименьшего положительного корня уравнения.

В пятых, показатель IRR не дает возможности правильно ранжировать проекты. Если целью инвестора будет максимизация нормы доходности, то инвестору придется ограничиться лишь первой единицей инвестиций (вспомним убывающую предельную производительность).

В шестых, экономика не статична во времени и все эти значения меняются: и инфляция, и ставка рефинансирования Центробанка и даже отношение к допустимой норме рентабельности (в середине 90-х в России нормой было 100%, потом 50%, сейчас 10-20%, в Европе - 7-10%, а сейчас в США в условиях кризиса и спада экономики и 5% - это хороший показатель).

Инвесторам же проще вносить прогнозируемые ставки процентов на несколько лет вперед, чем одну среднегодовую, пусть даже с допустимыми отклонениями.

К тому же, это таит в себе одно условие - Σ будет соответствовать реальности только на конец его инвестиционного периода. То есть, если период составляет 5 лет, то расчетный IRR нельзя применять через 2,3 или 4 года, а также 6, 7, 8 ... лет.

Поэтому одним из наиболее объективных показателей в качестве интегрального является PL. Однако, необходимо иметь в виду, что для того, чтобы этот показатель действительно имел реальную пользу для инвестора, его необходимо модифицировать, поскольку в современном своем виде, он мало отличается от NPV, то есть также малоэффективен. В то же время, этот показатель позволяет гораздо больше, чем кажется на первый взгляд. Его можно использовать не только для сравнения с единицей (фактически дублируя NPV), но и для расчета относительного уровня эффективности в процентном выражении,

В этом случае его необходимо определять путем деления чистых приведенных поступлений от проекта на стоимость первоначальных вложений:

То есть необходимо отойти от формулы $PI = \text{РУЯС}$ к формуле

$$IP = \frac{NPV}{IC} \times 100\% = \frac{PV - IC}{IC} \times 100\%, \quad (1)$$

где, PI - Profitability Index,

IP - Investment Profitability,

Разница видна: если первый показатель — это индекс в долях единицы, то второй - рентабельность, выражаемая в процентах.

Данный показатель можно вычислять на любом этапе инвестиционного периода, при этом действует принцип кумулятивности, то есть при расчете показателя за какой-либо год в качестве исходных берутся данные за все предыдущие периоды:

$$IP_0 = \frac{NPV_0}{IC_0} \times 100\% = \frac{PV_0 - IC_0}{IC_0} \times 100\% \quad (2)$$

$$IP_1 = \frac{\sum \left(NPV_0 + \frac{NPV_1}{(1 + E_1)} \right)}{\sum \left(IC_0 + \frac{IC_1}{(1 + E_1)} \right)} \times 100\% = \frac{\sum \left(PV_0 + \frac{PV_1}{(1 + E_1)} \right) - \sum \left(IC_0 + \frac{IC_1}{(1 + E_1)} \right)}{\sum \left(IC_0 + \frac{IC_1}{(1 + E_1)} \right)} \times 100\%$$

$$IP_2 = \frac{\sum \left(NPV_0 + \frac{NPV_1}{(1+E_1)} + \frac{NPV_2}{(1+E_2)} \right)}{\sum \left(IC_0 + \frac{IC_1}{(1+E_1)} + \frac{IC_2}{(1+E_2)} \right)} \times 100\% = \frac{\sum \left(PV_0 + \frac{PV_1}{(1+E_1)} + \frac{PV_2}{(1+E_2)} \right) - \sum \left(IC_0 + \frac{IC_1}{(1+E_1)} + \frac{IC_2}{(1+E_2)} \right)}{\sum \left(IC_0 + \frac{IC_1}{(1+E_1)} + \frac{IC_2}{(1+E_2)} \right)} \times 100\%$$

...

При этом в качестве ставки дисконтирования берется процент инфляции. Дело в том, что инфляция отвечает за ценность денег (или, другими словами, за стоимость денег), а получаемый в результате показатель - за их количество. Таким образом, учтенной получается и общая стоимость денежного потока. Как известно, стоимость = цена x объем, а эта формула применима не только к стоимости товаров, но и к стоимости денег.

В трансформационной экономике инфляция или депозитный процент по вкладам не всегда определяют реальную цену денег. В этой ситуации используют следующие два подхода:

- Для оценки народнохозяйственной (экономической) эффективности - подход (разделяемый рядом зарубежных специалистов), и соответствии с которым норма дисконта должна отражать не только чисто финансовые интересы государства, но и систему предпочтений членов общества по поводу относительной значимости доходов в различные моменты времени, в том числе и с точки зрения социальных и экологических результатов. В этой связи она является по существу «социальной нормой дисконта» и должна устанавливаться государством как специфический социально-экономический норматив, обязательный для оценки проектов, в которых государству предлагается принять участие.

- Для оценки коммерческой эффективности - подход, при котором каждый хозяйствующий субъект сам оценивает свою индивидуальную «цену денег», то есть выраженную в долях единицы реальную (с учетом налогов и риска) норму годового дохода на вложенный капитал с учетом альтернативных и доступных на рынке направлений: вложений со сравнимым риском. Корректируя ее с учетом риска, связанного с конкретным проектом, субъект может определить и индивидуальную норму дисконта.

В современных условиях, однако, при неразвитом фондовом рынке, такой подход затруднителен, хотя и возможен. Кроме того, он может привести к ошибочным решениям, если субъект в качестве альтернативы будет принимать вложения средств в краткосрочные спекулятивные операции (с иностранной валютой, импортными и дефицитными товарами). В этих условиях определенным ориентиром при установлении индивидуальной нормы дисконта может служить только инфляция (сложность долгосрочного учета дисконта в виде депозитного процента по вкладам анализировалась выше).

В итоге, полученный показатель IP представляет собой очищенную от инфляционной составляющей рентабельность проекта. При этом, когда кумулятивный NPV отрицателен, общая рентабельность также будет отрицательной. Преимущества этого метода заключаются в его простоте, ибо, несмотря на кажущуюся сложность формул, их расчет является последовательным. Что касается исходных данных, то ими служат график поступлений и платежей, который составляется и для расчетов NPV и TRR , и типичные оценки величин инфляции на предстоящий период.

Приведенное выше исследование регионального аспекта управления эффективностью инвестиций посредством совершенствования методик оценки эффективности инвестиций на региональном уровне свидетельствует о возможности разработки универсальной системы оценки социально-экономической эффективности любых инвестиционных проектов.

Разработки, сформулированные в диссертации, в совокупности представляют собой систему, которая направлена на рациональное использование финансовых ресурсов и инвестиционного потенциала региона. Выводы диссертационного исследования и разработанные на их основе предложения носят методический характер и являются компонентами единой системы, но могут использоваться и в отдельности, в порядке внедрения.

ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ ОПУБЛИКОВАНЫ СЛЕДУЮЩИЕ РАБОТЫ:

1. Место прямых и портфельных инвестиций в системе мировой экономики и международных экономических отношений//Социальные и экономические аспекты развития теории и практики: Тезисы научной аспирантско-студенческой конференции экономического и философско-социологического факультетов УдГУ. - Ижевск: Изд-во Института экономики и управления УдГУ, 1998. — 0,4 п.л.
2. Рыночный порог для прямых инвестиций/Экономическая культура в условиях развития рыночной экономики: отечественная практика и опыт международного сотрудничества: Межвузовский сборник научных работ сотрудников, аспирантов и студентов. - Екатеринбург: Изд-во УТТУ, 1999. - 1,1 п.л.
3. Обоснование необходимости интегральной оценки эффективности инвестиций/Тезисы докладов 5-й Российской университетско-академической научно-практической конференции. 4.7. - Ижевск: Изд-во УдГУ, 2001. - Од п.л.
4. Критический анализ официальных методик оценки экономической эффективности инвестиций/ТМенеджмент: теория и практика, №J-2, 2003. - 1,0 л.л.

Лицензия ЛУ № 057 от 12 01 98

Сдано в производство 15 10.2003 Формат 60 x 84 1/16
Отпечатано на ризографе. Уч.-издл 1,50. Усл. печл 1,39.
Заказ № 124. Тираж 100 экз.

Издательство Института экономики и управления УдГУ
426034, г Ижевск, ул Университетская, 1, корп.4