

УДК 330.322.54 (575.2) (04)

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИЙ В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ПОВЫШЕННЫХ РИСКОВ

А.А. Отогонова – аспирантка

Investments assessment is a forecast research. Investment risk shows a probability of investment loss and its revenue. It shows why investment into the project, branch, region or country is worth or not. Risk analysis gives a good basis for valuation of conditional advantages of alternative projects; it also allows discovering major risks of the investment project. In conditions of uncertainty and high risks to make a decision on investing into whatsoever project it is recommended using different assessment methods for particular project. Results of project assessment by several methods will allow having the most truthful conclusion on the attractiveness of the given project. In the article there are methods by usage of which investor can make a right decision on making an investment.

Оценка инвестиций является прогнозным исследованием. На практике нередко проекты оказываются низкорентабельными, несмотря на то что на предварительной стадии показатели прибыльности проекта оценивались как высокие. Одной из причин является недостаточная оценка рисков.

Инвестиционный риск характеризует вероятность потери инвестиций и дохода от них. Он показывает, почему не следует или следует инвестировать в данное предприятие, отрасль, регион или страну. Риск – характеристика качественная. Степень инвестиционного риска зависит от политической, социальной, экономической, экологической и криминальной ситуаций. Еще одной важной составляющей инвестиционного риска являются законодательства, то есть юридические условия, непосредственно регулирующие инвестиционную деятельность или затрагивающие ее косвенно.

Инвестор до принятия решения о вложении средств в какой-либо проект определяет рисковость инвестиционного проекта. Рисковостью проекта принято считать отклонение потока денежных средств для данного проекта от ожидаемого. Чем больше отклонение, тем более рисковым считается проект.

Проблема рисков в Кыргызской Республике проявляется остро в условиях спада производства, высокого уровня безработицы, неопределенности прав собственности, слабости правопорядка и институтов государственной власти.

Определение риска заключается в том, чтобы обнаружить, каким видам риска больше всего подвергается бизнес и найти между ними взаимосвязи для оценки общего эффекта. Оценка риска – это не только его количественное измерение, но также определение величины всех связанных с ним затрат. Как правило, инвесторы обращаются к финансовым посредникам, специализирующимся на финансовом анализе и консультациях. Выделяют две составляющие инвестиционного риска: специфический и неспецифический.

Неспецифические риски – это риски предпринимательской деятельности, связанные с воздействием внешних факторов. К ним относятся условия политического, социального и экологического характера как на страновом, так и региональном уровнях. К таким рискам, например, относятся: действия органов власти, ведущие к ухудшению условий для инвестирования (экспроприация, изменение законодательства); угроза потери инвестиций в результате войн и др.

В свою очередь, *специфические* включают три основных вида риска – коммерческий, производственный и финансовый.

Коммерческий риск является отражением ненадежности доходов, свойственной целым отраслям промышленности. Например, предприятия какой-либо отрасли промышленности могут столкнуться с интенсивной международной конкуренцией, и их продукция может в одно мгновение потерять спрос. Этот коммерческий риск находит отражение в процентных ставках, устанавливаемых кредиторами в таких отраслях промышленности.

Производственный риск сходен с коммерческим, за исключением того что он характерен для уровня компании, а не отрасли в целом. Производственный риск имеет отношение к способности компании реагировать на перемены (в особенности спады) в спросе на свои товары и услуги. Компании, которые должны поддерживать объем продаж выше уровня некоторого порога для покрытия больших постоянных затрат, имеют высокий порог рентабельности. Чем выше у фирмы порог рентабельности (выше ее постоянные затраты), тем меньше она способна реагировать на перемены в экономическом окружении и тем выше будет страховая премия, требуемая инвестором от своих вложений в фирму.

Финансовый риск возникает от управленческих решений, связанных с финансированием своих активов. По мере возрастания доли долга в структуре капитала фирмы растет и страховая премия, на которую должна ориентироваться компания. Согласно финансовой теории, отдача, которую ждет фирма от своей инвестиции, включает два компонента – свободную от риска ставку и страховую премию:

Требуемая отдача = Свободная от риска ставка + Страховая премия.

Свободная от риска ставка является базовой, или опорной. Она представляет собой минимально приемлемый доход от инвестиции в отсутствие всех практических рисков. Доход, проистекающий из краткосрочных правительственных займов США, обычно служит приближением для свободной от риска ставки. Инвесторы требуют страховую премию в качестве платы за финансирование фирмы, подвергающейся риску в процессе своей деловой активности.

Капитальный бюджет фирмы обычно составляется в условиях определенности. При этом осуществляется оценка вариантов инвестирования с учетом различной стоимости денег во времени, внутренней ставки окупаемости, жизненного цикла инвестированных проектов и периода их окупаемости. Термин “стоимость денег во времени” обозначает ставку дисконтирования. Для этого обычно используют ставку процента, свободную от риска. Данная ставка не включает поправки на риск. Риск, если он присутствует, рассматривается отдельно от дисконтирования во времени. Цель процесса дисконтирования – учет изменения стоимости денег во времени.

Однако для более достоверного анализа при принятии инвестиционных решений необходимо учитывать существующие условия неопределенности и повышенных рисков. При этом методы оценки инвестиционных решений имеют свои особенности в сравнении с оценкой инвестиций в условиях определенности. В качестве основных источников неопределенности выделяют инфляцию, изменения в технологии, стоимость заемного капитала и стоимость размещенного капитала.

В условиях неопределенности и повышенных рисков для принятия решения о вложении средств в тот или иной проект, рекомендуется применять различные методы оценки инвестиций к одному проекту. Результаты оценки проекта несколькими методами позволят получить наиболее достоверное заключение о привлекательности изучаемого проекта. Ниже приводятся несколько методов, с помощью которых инвестор сможет сделать правильный вывод о вложении инвестиций.

Метод чистой текущей стоимости. Чистая текущая стоимость – это непосредственное воплощение концепции дисконтированной стоимости. Ее вычисление требует следующих шагов: 1) выбора подходящей ставки дисконтирования, 2) вычисления текущей стоимости ожидаемых от инвестиционного проекта денежных доходов, 3) вычисления текущей стоимости требуемых для данного инвестиционного проекта капиталовложений, 4) вычитания из текущей стоимости всех доходов текущей стоимости всех капиталовложений.

Существует множество вариантов ставки дисконтирования, которые могут использо-

ваться в принятии решений. Обычно используются две возможности: 1) ставка процента по государственным ценным бумагам; 2) ставка процента по долгосрочным облигациям фирмы. Если для расчета текущей стоимости используют ставку процента по безрисковым вложениям, то перед тем как принять решение, нужно вычесть из полученного результата некоторую абсолютную величину, чтобы сделать поправку на рискованность денежных потоков. Применение ставки процента по безрисковым вложениям для дисконтирования ожидаемых денежных потоков – дело несложное. Главное препятствие применения этого метода заключается в том, чтобы правильно определить выработанную в долларах поправку на риск.

Если есть вероятность инфляции, будущие денежные потоки будут отличаться не только сроками, но и покупательной способностью. Выбрать правильную ставку дисконтирования в условиях существования инфляционного риска гораздо сложнее.

В реальных условиях ставка расчетного процента должна складываться из трех составляющих: ставки процента, устраивающей инвестора, или по альтернативным вложениям i_a , инфляционной премии и премии за риск:

$$i = i_a + i_{\text{инф}} + i_{\text{риск}}$$

Изменение цен в результате скачков спроса или предложения на определенный вид товара или услуги не означает, что изменился общий уровень цен. Рост цен на одни виды товаров или услуг может компенсироваться снижением цен на другие, так что в среднем цены остаются примерно на постоянном уровне. Общий уровень цен меняется тогда, когда существует мощная тенденция повышения цен на множество видов товаров. Инфляция – это рост среднего уровня цен. При оценке инвестиционных решений необходимо учитывать не только возможные последствия инфляции, но и долгосрочные тенденции изменения цен на выпускаемую продукцию и на ключевые статьи расходов.

Метод внутренней нормы окупаемости использует концепцию дисконтированной стоимости. Он сводится к нахождению такой ставки дисконтирования, при которой текущая стоимость ожидаемых от инвестиционного проекта доходов будет равна текущей стоимо-

сти необходимых денежных вложений. Менеджеры предпочитают метод внутренней нормы окупаемости, так как они считают, что важно знать разницу между прогнозируемой внутренней нормой окупаемости инвестиционного проекта и требуемой доходностью. Эта разница – запас прочности, позволяющий сопоставить доходность инвестиций и риск. Если внутренняя норма окупаемости инвестиционного проекта 30%, а требуемая доходность 12%, то большая разница позволяет сделать скидку на возможные ошибки. Чистая текущая стоимость не дает менеджерам информации такого рода.

Период окупаемости – один из самых простых и наиболее часто используемых методов оценки инвестиции. Период окупаемости определяется как время, требуемое для того, чтобы доходы от инвестиционного проекта стали равны первоначальному вложению в данный проект. Обычно управляющий предприятия определяет для инвестиционных проектов какой-то максимальный период окупаемости и отклоняет все инвестиционные предложения, период окупаемости которых больше этого максимума.

Вместо того чтобы рассчитать период времени, требуемый для получения суммы первоначального вложения, некоторые аналитики вычисляют время, требуемое для того, чтобы текущая стоимость из отрицательной стала положительной. Такое вычисление позволяет найти точку безубыточности проекта, или дисконтированный период окупаемости. Если проект генерирует положительные денежные потоки после этой точки окупаемости, чистая текущая стоимость проекта положительная. Дисконтированный период окупаемости можно использовать для принятия или отклонения решений по независимым инвестициям, поскольку любой инвестиционный проект с жизненным циклом не меньше дисконтированного периода окупаемости, по крайней мере, обеспечивает окупаемость капиталовложений.

Анализ рентабельности. Данный метод называют еще анализом доходности инвестиций. Чтобы получить критерий эффективности деятельности компании, аналитики часто используют отношение дохода компании к балансовой стоимости своих активов. При ис-

пользовании этого критерия берется средний доход с учетом амортизации. Если в знаменателе данного отношения стоит балансовая стоимость капиталовложений, то стоимость как числителя, так и знаменателя будет зависеть от используемого метода амортизации.

Средний доход на балансовую стоимость = $(\text{Средние поступления} - \text{Средняя амортизация}) / \text{Средняя балансовая стоимость} \times 100\%$.

Альтернативная процедура – деление среднего дохода (Средние поступления – Средняя амортизация) на сумму капиталовложений. Оба подхода не учитывают времени получения доходов, что является основным недостатком анализа рентабельности.

Длительность: показатель чувствительности. Данный метод используется, если два взаимоисключающих инвестиционных проекта с одинаковой текущей стоимостью. Подход, аналогичный расчету окупаемости, но, в отличие от окупаемости, предполагающий анализ всего срока жизненного цикла инвестиций. Подход основан на показателе – длительности. Длительность инвестиций – это средневзвешенный срок жизненного цикла. Если полагать, что процентные ставки могут вырасти, то лучше предпочесть инвестиции меньшей длительности, так как текущая стоимость не так сильно уменьшится в результате роста процентных ставок.

Анализ чувствительности – это направленный процесс варьирования ключевых предположений при прогнозировании денежных потоков с целью определить влияние, которое они могут оказывать на проектируемую выгоду. При проведении анализа чувствительности важен выбор варьируемых переменных. Чистая настоящая стоимость проектов зависит от всех условий и факторов, определяющих значение компонентов денежного потока, а также ставки расчетного процента и может изменяться при изменении их значений. К числу этих факторов можно отнести цену реализации, объем производства и сбыта, условно-переменные расходы на единицу продукции и условно-постоянные расходы на весь объем производства и др. Чем больше или ненадежнее переменная, тем более важен для нее анализ чувствительности. Анализ чувствительности включает наиболее вероятный и наилучший сценарий.

Анализ чувствительности часто рассматривают как одну из форм обоснования решений в условиях риска, осуществляемую не путем учета конкретного риска изменения цен, процентных ставок и т.д., а с помощью поиска основных характеристик денежного потока проекта, при которых его чистая текущая стоимость должна быть менее подвержена влиянию этих факторов.

Анализ риска обеспечивает хорошую основу для оценивания относительных достоинств альтернативных проектов, позволяет выявить основные риски инвестиционного проекта. Некоторые виды риска, например технические проблемы и затраты, могут быть уменьшены. Риск может быть уменьшен гибкостью дизайна проекта, который позволит в будущем лучше бороться с неожиданными изменениями обстоятельств.

Для получения и удержания результатов проекта, оцененных на начальной стадии, необходимо проводить дальнейшее изучение характеристик и факторов в ходе исполнения проекта, что позволит лучше бороться с будущими неопределенностями.

Уменьшение инвестиционных рисков в Кыргызской Республике возможно при условии институциональных преобразований в сфере обеспечения законности и правопорядка, укрепления институтов государственной власти. Необходимо осуществить реформу налогового кодекса, совершенствование нормативно-правовой базы по вопросам залогового обеспечения, системы регистрации прав собственности и процедур банкротства. Важно обеспечить стабильность законодательства и, в целом, политическую и макроэкономическую стабильность. Требуется борьба с коррупцией, нацеленная на создание равных условий для участников рынка. На настоящий момент уровень коррупции в стране остается довольно высоким и является одной из главных причин, по которым инвесторы опасаются вкладывать свои денежные средства в экономику Кыргызской Республики. Также необходимо уделять особое внимание международному имиджу страны и продвижению экономики Кыргызской Республики через создание инвестиционно-привлекательных условий.