

3. Бланк И. А. Финансовая стратегия предприятия. – Киев : Эльга : Ника-Центр, 2004.
4. Золотарев В. Г. Экономика : энцикл. словарь. Минск : Интерпрессервис : Книжный дом, 2003.
5. Герчиков И. Н. Менеджмент : учебник для вузов. 4-е изд., перераб. и доп. М. : ЮНИТИ-Дана, 2008.
6. Зиннатов И. Х. Совершенствование экономической политики организаций потребительской кооперации : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05. Белгород, 2005.
7. Слепов В. А., Громова Е. И., Кери И. Т. Финансовая политика компании : учеб. пособие. М. : Экономистъ, 2008.
8. Щербаков В. А., Приходько Е. А. Краткосрочная финансовая политика : учеб. пособие. 2-е изд., стер. М. : КноРус, 2007.
9. Долгосрочная и краткосрочная финансовая политика предприятия : учеб. пособие / под ред. И. Я. Лукасевича. М. : Вузовский учеб., 2008.
10. Мицек С. А. Краткосрочная финансовая политика на предприятии : учеб. пособие. М. : КноРус, 2007.
11. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. М. : Финансы и статистика, 2001.

Таблица 3

**Классификация экономической политики предприятия**

Признак классификации	Типы экономической политики
Направление действия	Внутренняя Внешняя
Реакция организации на свое экономическое состояние	Защитная Наступательная
Временной горизонт	Долгосрочная Краткосрочная Спонтанная
Характер управления	Агрессивная Консервативная Умеренная Компромиссная
Отношение к окружающей среде	Активная Пассивная

V. A. Kuznetsova, S. S. Semenov

**THEORETICAL BASIS OF ECONOMIC POLICY: NATURE, TRENDS**

*Terminological issues of economic policy are considered in this article. Concept of economic policy and its structure are refined. Classification of economic policy is offered in the article.*

*Keywords: economic policy, economic strategy, trends of the economic policy, classification.*

© Кузнецова В. А., Семенов С. С., 2010

УДК 338.24

Н. В. Сычева

**ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ С УЧЕТОМ СПОСОБА ФИНАНСИРОВАНИЯ**

*Представлена методика, соответствующая основным теоретическим принципам современного инвестиционного анализа и являющаяся шагом вперед в развитии его методологии. Преимущество нового подхода обеспечивается более точным моделированием механизма обоснования и принятия инвестиционного решения. Апробация на реальном инвестиционном проекте продемонстрировала эффективность предложенной методики как алгоритма оценки доходности инвестиционной деятельности и выбора оптимального способа ее финансирования.*

*Ключевые слова: эффективность реальных инвестиций, способ финансирования проекта.*

Концептуальной основой современных инвестиционных исследований является теоретическая модель проектного цикла. В рамках проектного цикла выделено четыре последовательных фазы: прединвестиционная, инвестиционная, операционная и ликвидационная. Чтобы избавиться от неопределенной продолжительности первой и последней фаз, введено понятие расчетного периода проекта, который обычно начинается стартом инвести-

ционной фазы и охватывает операционную фазу до получения предусмотренного проектом результата. Прогноз и анализ финансово-экономических параметров проектной деятельности, на которых строится обоснование инвестиционного решения, осуществляется в рамках расчетного периода.

Предынвестиционная фаза вынесена за рамки расчетного периода. Тем самым за пределы поля детальных исследований выведен именно тот период, на который приходится обоснование решения о реализации инвестиционного проекта, выбор способа его финансирования и создание проектного предприятия. Отмеченная схематизация обусловила ряд противоречий между методологией инвестиционных исследований и практикой инвестиционной деятельности.

Начнем с практики, точнее, рассмотрим процесс подготовки инвестиционного решения де-факто. Инициатором инвестиционного проекта может быть физическое лицо или предприятие. Выдвинув инвестиционную идею, инициатор проекта определяется с источниками ее финансирования. Это могут быть собственные ресурсы, привлеченные (консолидированные средства инвесторов – пайщиков или акционеров) и заемные средства (долгосрочный банковский кредит, размещение облигаций, лизинг, ссуды юридических лиц и государства), а также средства государственного бюджета (в виде прямых государственных инвестиций, налоговых льгот и освобождений). Выбирая источник финансирования, инициатор проекта руководствуется стремлением минимизировать индивидуальные затраты по оплате финансирования при рациональном распределении рисков.

Платой за использование заемных ресурсов являются процентные отчисления кредитору – банку, юридическому лицу, лизингодателю или держателю облигаций. Плата совокупному инвестору за привлеченные ресурсы включает не только сумму дивидендных выплат для инвесторов-акционеров, но и сумму распределенной прибыли для инвесторов-пайщиков. Дополнительной платой акционерам и пайщикам за финансирование является соответствующая их долевого участию прибыль, реинвестированная в проектное предприятие и направленная на увеличение его уставного капитала. Для инициатора проекта, ставшего одним из участников проектного предприятия, дивидендные выплаты остальным инвесторам, а также рост уставного капитала, приходящийся на их долю, представляются отрицательными денежными потоками, затратами по привлечению финансовых средств.

В плане распределения рисков привлеченные средства принципиально отличаются от заемных. Заемные средства представляются на условиях возвратности и срочности, бремя инвестиционного риска не распределяется на кредитора. В случае привлечения средств все виды риска по реализации инвестиционного проекта распределяются между акционерами и пайщиками пропорционально долевого участию. Чем выше уровень рисков, тем предпочтительнее привлеченные средства, поскольку позволяют инициатору проекта рационально распределить негативные последствия их реализации.

Если инициатор проекта отдает предпочтение собственным или заемным средствам финансирования про-

екта, он может реализовать проект на базе своего предприятия (ранее действующего или вновь созданного). Если же инициатор проекта решает привлечь средства, т. е. выбирает паевое или акционерное финансирование, для реализации проекта создается паевое (акционерное) предприятие, участники которого становятся инвесторами данного проекта. Новое предприятие будет выступать в роли предприятия-заказчика или проектного предприятия.

В чем методология инвестиционных исследований не согласуется с практикой подготовки инвестиционного решения и противоречит ей?

Во-первых, базовым объектом для научного обоснования решения о реализации проекта является проектное предприятие в целом, тогда как в действительности на момент принятия инвестиционного решения предприятия-заказчика обычно не существует, оно создается при положительном решении о начале инвестиционной деятельности.

Во-вторых, в инвестиционных исследованиях решение о реализации проекта обосновывается оценками доходности инвестиций для проектного предприятия в целом, однако на практике решение об инвестировании принимает инициатор проекта и мотивирует его прогнозом своей индивидуальной выгоды от проектной деятельности. Весьма наглядно различие между доходностью проектного предприятия и индивидуальной выгодой инициатора проекта в случае паевого или акционерного финансирования, когда доходы остальных инвесторов проекта являются для его инициатора затратами по оплате финансирования.

В-третьих, в большинстве методик создание предприятия-заказчика рассматривается как отправной пункт определения рациональной схемы финансирования проекта, в реальности выбор способа финансирования инвестиций предшествует созданию проектного предприятия и зачастую обуславливает форму последнего. Чем дороже финансовые ресурсы, тем в большей степени решение о реализации проекта зависит от нахождения приемлемой схемы финансирования, обеспечивающей положительную доходность инвестиционной деятельности. Иными словами, финансирование становится лимитирующим фактором доходности инвестиционной деятельности.

Обобщая отмеченные противоречия, можно констатировать, что современная методология инвестиционных исследований не соответствует практике подготовки инвестиционного решения и лишает инициатора инвестиционного проекта научной базы его обоснования. Исключение составляет частный случай, когда инвестиционная деятельность осуществляется на базе ранее действующего предприятия, т. е. когда предприятие-заказчик само выступает в роли инициатора проекта.

Следует признать, что рядом специалистов отмечен тот факт, что участники проектной деятельности руководствуются индивидуальными интересами и мотивируют свои решения индивидуальными оценками потенциальных доходов от проекта. Необходимость разделять эффект от проекта в целом и эффект от участия в его реализации нашла отражение в современной методологии инвестиционных исследований. Однако расчет эффек-

тивности участия в проекте предлагается производить после выбора способа его финансирования. Но таким образом противоречие между методологией исследований и практикой подготовки инвестиционного решения не элиминируется, поскольку непонятно, кто и каким образом выбирает способ финансирования проекта и чем он при этом руководствуется.

В порядке преодоления отмеченных противоречий и адаптации инвестиционных исследований к практике разработана новая методика обоснования инвестиционного решения и оценки эффективности проектной деятельности. Она соответствует основным теоретическим принципам современного инвестиционного анализа и является шагом вперед в развитии его методологии. Преимущество нового подхода обеспечивается более точным моделированием механизма принятия и мотивации инвестиционного решения.

Во-первых, оценка эффективности инвестиционного проекта и вариантов его финансирования персонафицирована – она производится не для проектного предприятия в целом, а с позиции инициатора проекта.

Во-вторых, эффективность инвестиционной деятельности оценивается в зависимости от способов ее финансирования уже на стадии обоснования инвестиционного решения. Этот момент достаточно принципиален, если принять во внимание существенную дифференциацию стоимости инвестиционных ресурсов на национальных финансовых рынках. Например, многие инвестиционные проекты, реализуемые в странах Европейского союза, становятся неэффективными с учетом ценовых условий российского финансового рынка.

В-третьих, методика увязывает предельно допустимые параметры финансирования с технико-экономическими показателями инвестиционного проекта и финансовым состоянием проектного предприятия на каждом шаге проектного цикла. Поскольку доходы от проектной деятельности станут основным источником оплаты инвестиционных ресурсов, стоимость и сроки займа или привлечения ресурсов лимитированы объемом чистого дохода от проекта и режимом его поступления. Обслуживание займа и выплаты дивидендов пайщикам и акционерам не должны подрывать финансовой устойчивости предприятия на протяжении всего проектного цикла.

Отмеченные преимущества приводят методику в полное соответствие с практикой обоснования и принятия инвестиционных решений.

Последовательность итераций в методике соответствует логике предварительной проработки инвестиционных проектов и по существу является поэтапным отбором способа финансирования, обеспечивающего максимальную индивидуальную доходность инвестиционной деятельности для инициатора проекта.

*Первый этап.* Требования к стоимости ресурсов финансирования инвестиционного проекта определяются доходностью проекта, поскольку именно доход от проекта станет основным источником погашения проектных затрат и платы за финансовые ресурсы. Минимально допустимый срок заимствования или привлечения ресурсов зависит от периода окупаемости инвестиционных затрат: желательно, чтобы срок окупаемости не выходил

за рамки срока кредитования, иначе потребуются дополнительное заимствование и возрастет финансовый риск. Уровень инвестиционного риска, связанный с устойчивостью проекта к негативным изменениям условий его осуществления, влияет на выбор между заемным и паевым финансированием: при высоком уровне риска паевое финансирование, позволяющее распределить риски на остальных пайщиков, представляется более предпочтительным. Таким образом, технико-экономические условия инвестиционного проекта задают предельно допустимые параметры финансирования (по стоимости и сроку), а также влияют на уровень инвестиционного риска и, опосредованно, на выбор формы финансирования инвестиций. Задача первого этапа оптимизации – определить допустимые условия обеспечения данного инвестиционного проекта финансовыми ресурсами.

Основным показателем, характеризующим интегральный экономический эффект от реализации инвестиционного проекта с учетом экономической неравнозначности денежных потоков разных лет, является чистый дисконтированный доход по инвестиционному проекту (NPV) – накопленное сальдо приведенных денежных потоков за расчетный период проекта. В качестве характеристики уровня доходности инвестиционного проекта используется внутренняя норма доходности (IRR), представляющая собой такое значение ставки дисконтирования, при котором интегральный чистый дисконтированный доход равен нулю, т. е. выполняется условие:  $NPV = 0$ . Внутренняя норма доходности является своего рода «барьерным показателем»: если стоимость капитала выше значения IRR, то «мощности» проекта недостаточно, чтобы обеспечить его доходное привлечение.

Окупаемость проекта характеризуется сроком окупаемости, исчисляемым с учетом или без учета дисконтирования. Простым сроком окупаемости называется продолжительность наименьшего периода времени, по истечении которого накопленный эффект по проекту становится и в дальнейшем остается неотрицательным. Срок окупаемости с учетом дисконтирования рассчитывается на основании дисконтированных показателей. Как простой, так и дисконтированный показатели могут исчисляться от базового момента времени, от момента начала инвестиций, от начала операционной фазы проектного цикла.

Условия реализации инвестиционного проекта не могут быть строго детерминированы. Всегда остается неопределенность, связанная с неполнотой информации и стохастическим характером инвестиционного процесса. Всякая неопределенность может разрешиться в позитивном, негативном и нейтральном варианте и привести к соответствующему изменению условий осуществления проекта. Реализация негативного варианта сопряжена с риском.

В значительной степени резерв финансовой реализуемости проекта связан с его технико-экономическими параметрами. Он характеризуется таким эндогенным показателем, как точка безубыточности. Для определения точки безубыточности проекта следует разделить совокупные производственные затраты проектного предприятия на переменные – зависящие от объема выпуска, и постоянные – не зависящие от объема выпуска. В эко-

номическом смысле, точка безубыточности определяет объем продажи продукции, выручка от которой покрывает постоянные издержки производства. На основе точки безубыточности можно рассчитать уровень безубыточности. Уровнем безубыточности на шаге  $t$  называется отношение безубыточного объема продаж на шаге  $t$  к проектному, отвечающему базовому сценарию. Проект считается устойчивым, если уровень безубыточности не превышает 1 после освоения проектных мощностей и не больше 0,6 после завершения расчетов по инвестиционному кредиту.

Расчет уровня безубыточности позволяет обозначить те периоды в рамках проектного цикла, когда при негативном изменении условий реализации проекта может потребоваться дополнительное финансирование, и заранее оценить его объемы. Кроме того, уровень безубыточности и его динамика в рамках проектного цикла определяют возможность применения вариантов заемного финансирования проекта. Если уровень безубыточности выходит за предельные параметры, следует отдать предпочтение паевому финансированию. Во-первых, доходы пайщиков не являются безусловными, а потому не относятся к постоянным затратам как процентные платежи по кредиту, следовательно, тем самым обеспечивается снижение уровня безубыточности при паевом финансировании. Во-вторых, паевое финансирование позволяет распределить риски. Акционерное финансирование, как вариант привлечения инвестиционных ресурсов, в данном случае едва ли возможно, поскольку во всех экономически развитых странах проекты эмиссии акций проходят серьезную предварительную экспертизу в соответствующих институтах. И проект, недостаточно устойчивый к риску, не получит одобрения.

*Второй этап.* Вторым этапом методики является тестирование возможных способов финансирования на приемлемость в плане обеспечения финансовой устойчивости проектного предприятия на протяжении проектного цикла. Анализ осуществляется в рамках балансового подхода.

Проектная деятельность находит отражение в балансовом отчете предприятия, влияет на валюту баланса, структуру актива и пассива, а значит, и на динамику финансовых коэффициентов. Анализ строится на использовании стандартных финансовых коэффициентов, характеризующих устойчивость, ликвидность, доходность и оборачиваемость активов предприятия (коэффициент соотношения собственных и заемных средств, коэффициент абсолютной ликвидности, коэффициент рентабельности инвестиций, коэффициент рентабельности продаж и коэффициент рентабельности активов, коэффициент оборачиваемости активов).

Анализ рассмотренных финансовых коэффициентов позволит оценить эффективность предприятия (коэффициент рентабельности инвестиций, коэффициент оборачиваемости активов) и его устойчивость к рискам (коэффициент соотношения собственных и заемных средств, коэффициент общей ликвидности) при различных способах проектного финансирования. Эта оценка будет произведена в рамках стандартного, распространенного в практике подхода к анализу финансового состояния предприятия. Такой под-

ход применяют банки, определяя платежеспособность потенциального дебитора, фирмы – для оценки надежности будущего партнера или заказчика, а также инспектирующие органы. В силу своей статичности и условности метод финансовых коэффициентов не дает полного и точного представления об эффективности различных способов проектного финансирования. Однако он позволяет спрогнозировать «деформацию» финансового состояния предприятия (оцененного в привычных параметрах) во время проектной деятельности при альтернативных источниках ее финансирования. Результаты анализа станут существенным уточнением финансовых условий реализации проекта и базой анализа проектных рисков.

Итогом описанного этапа является выбор приемлемых из возможных способов финансирования с учетом финансового состояния предприятия на протяжении проектного цикла.

*Третий этап.* Задачей третьего этапа является ранжирование отобранных на предыдущих этапах способов финансирования по уровню их эффективности.

Инвестиционный проект, как и любая финансовая деятельность, порождает движение денежных потоков. Денежный поток представляет собой зависящие от времени денежные поступления (приток) и платежи (отток) при осуществлении инвестиционного проекта. Интегральный денежный поток инвестиционного проекта можно условно разделить на инвестиционный, операционный и поток проектного финансирования. При этом инвестиционный поток будет отражать движение денежных средств, обусловленное непосредственно процессом инвестирования. Операционный поток представит денежные поступления и платежи, связанные с производственной деятельностью проектного предприятия. Наконец, поток проектного финансирования покажет движение денежных средств по привлечению и оплате ресурсов для финансирования проекта.

Инвестиционный и операционный потоки не зависят от способа финансирования, заданы параметрами проекта и, по существу, являются эндогенными. Поток проектного финансирования, напротив, чувствителен к изменению схемы привлечения финансовых ресурсов. Поэтому можно вычленить поток проектного финансирования как экзогенный параметр, а инвестиционный и операционный потоки сальдировать и определить как эндогенный денежный поток проекта. Таким образом, интегрированный денежный поток проекта разделяется на эндогенный поток и поток проектного финансирования (экзогенный денежный поток).

Введем условные обозначения:

IF (investment flow) – инвестиционный денежный поток;

OF (operation flow) – операционный денежный поток;

EnF (endogenous flow) – эндогенный денежный поток,  $EnF = IF + OF$ ;

ExF (exogenous flow) – денежный поток проектного финансирования.

Все перечисленные параметры зависят от времени и фиксируются пошагово, для выбранного временного интервала или шага  $t$  (года, квартала, месяца). Кроме того, денежный поток проектного финансирования меняется в зависимости от способа финансирования проекта  $j$ .

Итак, каждому инвестиционному проекту соответствует определенный вектор  $EnF_j$ , компоненты которого отражают сальдо инвестиционного и операционного денежных потоков на шаге  $t$ . Каждой схеме финансирования  $j$  данного проекта соответствует определенный вектор  $ExF_{t,j}$ , компоненты которого характеризуют денежный поток проектного финансирования на шаге  $t$ .

По окончании расчетного периода проектное предприятие подвергается условной ликвидации. Существуют различные подходы к определению ликвидационной стоимости проектного предприятия. В данном случае приближенная цена, по которой может быть продано проектное предприятие (остаточная стоимость), определяется на основе оценки активов предприятия по балансовому отчету, т. е. суммированием, во-первых, остаточной стоимости основных средств, во-вторых, стоимости высвобождающихся оборотных активов за вычетом краткосрочных обязательств. От возможных потерь при реализации имущества предприятия, а также от затрат по ликвидации мы абстрагируемся.

Следует заметить, что стоимость оборотных активов, накопленная на балансе предприятия к концу расчетного периода, отражена в составе компонентов вектора эндогенных потоков  $EnF_{t,j}$ , а значит, уже зафиксирована как положительный эффект проектной деятельности. Чтобы избежать повторного счета, необходимо исключить этот элемент из ликвидационной стоимости предприятия. Тогда последняя определится как остаточная стоимость основных фондов предприятия за вычетом его краткосрочных обязательств.

Остаточная стоимость предприятия зависит от его первоначальной стоимости и продолжительности его операционной деятельности. Предположим, расчетный период включает  $i$  шагов операционной деятельности, тогда стоимость условной ликвидации проектного предприятия можно обозначить  $L_i$  – этот показатель характеризует остаточную стоимость проектного предприятия по истечении  $i$  шагов операционной деятельности.

Задача определения наилучшей схемы проектного финансирования формализуется в выбор такого вектора  $ExF_{t,j}^*$ , при котором выполняется следующее условие:

$$\sum_t (EnF_t + ExF_t^j) + L_i \rightarrow \max \text{ (для фиксированного } i),$$

где  $t \in [1; T]$  – индекс шага расчетного периода;  $j$  – индекс способа финансирования проекта;  $i$  – индекс шага операционной деятельности;  $EnF_t$  – эндогенный денежный поток;  $ExF_t^j$  – денежный поток при  $j$ -м способе финансирования;  $L_i$  – остаточная стоимость предприятия по истечении  $i$  шагов операционной деятельности.

Иными словами, достигается максимальное накопленное положительное сальдо эндогенного и экзогенного денежных потоков вкуче с ликвидационной стоимостью предприятия.

Важно подчеркнуть, что модельной оценке должны подвергаться способы финансирования, прошедшие тестирование в рамках балансового подхода, соответствующие требованию сбалансированности затрат и ресурсов на каждом шаге проектной деятельности.

Для обеспечения сопоставимости денежных потоков разных лет необходимо привести их к началу расчетного

периода с помощью коэффициента дисконтирования. С учетом дисконтирования модель изменится следующим образом:

$$\sum_t \alpha_t \cdot (EnF_t + ExF_t^j) + \alpha_T \cdot L_i \rightarrow \max$$

(для фиксированного  $i$ ),

где  $\alpha_t = \frac{1}{(1+r)^t}$  – коэффициент дисконтирования.

Теперь для каждого из рассматриваемых способов финансирования рассчитан полный приведенный доход от проектной деятельности. Назовем его интегральной экономической оценкой эффективности способа проектного финансирования.

Для отражения в модели позиции инициатора проекта введем дополнительный параметр:  $s_j$  – долю инициатора проекта в уставном капитале проектного предприятия при способе финансирования  $j$ . Как правило, при различных вариантах заемного финансирования  $s_j = 1$ , а в случае паевого финансирования  $s_j < 1$ .

Итак, общий вид модели:

$$s_j \cdot \left[ \sum_t \alpha_t \cdot (EnF_t + ExF_t^j) + \alpha_T \cdot L_i \right] \rightarrow \max$$

(для фиксированного  $i$ ).

Модель позволяет рассчитать совокупный положительный эффект инвестиционной деятельности для инициатора проекта в зависимости от способа финансирования. Варианты финансирования проекта ранжируются в порядке убывания расчетного показателя (комплексной экономической оценки эффективности способа проектного финансирования). Схема финансирования с максимальной интегральной экономической оценкой эффективности признается наилучшей. Таким образом, модель не только позволяет получить обобщенную экономическую оценку каждого из альтернативных вариантов финансирования проекта, но и выбрать самый эффективный.

Представленная методика оценки эффективности инвестиционного проекта является по существу процессом оптимизации его финансирования, поскольку позволяет определить способ финансирования, обеспечивающий максимальную доходность инвестиционной деятельности для инициатора проекта, соответствующий ограничениям по стоимости и сроку предоставления, а также по требованиям финансовой устойчивости проектного предприятия.

Апробация описанной модели и подхода в целом производилась на реальном инвестиционном проекте «Отходы XX века – в продукт XXI века», в рамках которого германская фирма Microfaser-Repro-GmbH (являющаяся инициатором проекта) планирует организацию предприятия по переработке пластиковых отходов в продукт широкого спектра применения. Стоимость проекта – 3 млн евро.

По результатам первого и второго этапов методики было отобрано три варианта финансирования:

- банковский кредит в сумме 3 млн евро сроком на 6 лет по ставке 3 % годовых;
- облигационный заем объемом эмиссии в 3 млн евро, с купонной ставкой 5 % годовых сроком на 6 лет;
- привлеченные средства пайщиков (создается новое проектное предприятие Microfaser-Repro-Project-GmbH с

уставным капиталом в 4 млн евро, инициатор проекта участвует в этом предприятии паевым взносом в 1 млн евро, чистая прибыль ежегодно распределяется между учредителями пропорционально паевым взносам).

В обоих случаях заемного финансирования предоставляется государственная гарантия по займу. При любом варианте финансирования проектное предприятие получает налоговое освобождение сроком на 6 лет.

Доля инициатора проекта в уставном капитале проектного предприятия ( $s_j$ ) равна 1 при заемном финансировании и 0,25 – в случае создания паевого предприятия.

Норма дисконта ( $r$ ) установлена на уровне первоначальной ставки рефинансирования Европейского банка для зоны евро – 2 %, поскольку этот уровень отражает минимальную отдачу капитала в экономике стран европейского валютного блока.

В результате модельных расчетов получена оценка интегрального эффекта инвестиционной деятельности для инициатора проекта по истечении 5 лет операционной деятельности при использовании различных способов финансирования. Она составляет:

- 3 021,15 тыс. евро – при кредитном финансировании;
- 2 644,41 тыс. евро – при облигационном финансировании;
- 1 139,81 тыс. евро – при паевом финансировании.

Очевидно, что наилучшим, с точки зрения инициатора проекта, является вариант кредитного финансирования. В 1,14 раза менее эффективен облигационный заем. Наконец, худшим вариантом из рассматриваемых выглядит для инициатора проекта паевое финансирование – оно в 2,65 раза уступает кредитному по интегральному доходу.

Результаты эмпирических исследований подтверждают эффективность предложенной автором методики как аппарата оценки доходности инвестиционного проекта в зависимости от способа его финансирования.

Предложенная автором методика увязывает оценку эффективности инвестиционного проекта с определением наилучшего способа его финансирования. Возможные варианты финансирования отбираются в соответствии с экономическими параметрами инвестиционного проекта и тестируются на предмет обеспечения устойчивости предприятия в течение всего проектного цикла. Эффективность проекта и схемы его финансирования оцениваются с позиции инициатора проекта, который в действительности принимает решение о реализации проекта, обуславливая его индивидуальной выгодой. Представленная методика является принципиально новым, научным, адаптированным к практике механизмом обоснования инвестиционного решения.

N. V. Sytcheva

## EVALUATING THE EFFICIENCY OF INVESTMENT ACTIVITY TAKING INTO ACCOUNT THE SCHEME OF FINANCING

*The proposed method corresponds to major theoretical principles of contemporary investment analysis and is an advance in its methodology development. The advantage of a new approach is provided by more precise modeling of mechanism of substantiation and making an investment decision. The approbation on a real investment project has proved the efficiency of the proposed method as algorithm for evaluating profitability of investment activity and selecting optimum variant of its financing.*

*Keywords: efficiency of real investments, scheme for project financing.*

© Сычева Н. В., 2010