

Course name: "Economic Evaluation of Investments"

**Week 16: International Experience in Investment Efficiency
Evaluation**

Номи фан: Баҳодиҳии иқтисодии сармоягузорӣ (*Economic Evaluation of Investments*)

МАВЗЎИ 16. Таҷрибаи байналмилалӣ дар арзёбии самаранокии сармоягузорӣ

Нақшаи лексия:

1. Мушкилиҳои арзёбии иқтисодии лоиҳаҳои сармоягузорӣ
2. Хусусиятҳои методии арзёбии лоиҳаҳои сармоягузорӣ дар амалияи хориҷӣ

1. Мушкилиҳои арзёбии иқтисодии лоиҳаҳои сармоягузорӣ

Мушкилиҳои арзёбии самаранокии сармоягузорӣ доимо дар маркази таваҷҷуҳи олимони-иқтисоддонҳо қарор доранд. Дар давоми солҳои охир миқдори зиёди корҳо дар ин бора нашр шуда, варианти сершумори тавсияҳои методӣ таҳия шудаанд. Ин раванд бо пайдоиши нашрияҳои олимони ғарбӣ дар бораи арзёбии самаранокӣ, ба монанди Д. Норкотт, М. Бромвич, Г. Бирман ва С. Шмидт, Ю. Бригхем ва Л. Гапенски тақвият ёфт.

Ҳамчунин боз бисёр тадқиқот дар бораи сармоягузориҳои самаранок вучуд дорад, масъалаҳои ҳастанд, ки чӣ дар сатҳи умумӣ ва чӣ дар Ҷумҳурии Тоҷикистон дар самти баҳодиҳии сармоягузорӣ ба ҳал ниёз доранд, аз он ҷумла:

- механизмҳои мавҷудаи молиявӣ барои фаъолияти сармоягузорӣ муассир нестанд;
- низоми ҳисоботу таҳлили муосири корхонаҳо наметавонад раванди қабули қарорҳоро бо иттилооти пурра таъмин кунад;
- ягона усули ҳисоб кардани самаранокии лоиҳаҳои сармоягузорӣ қонунан муайян нашудааст;

- усулҳои арзёбии афзалият ва интихоби лоиҳаҳои сармоягузорӣ, ки ба талаботи иқтисодии муосир бештар мутобиқ карда шудаанд, аз таваҷҷуҳи олимони берун мондаанд.

Инкишофи самараноки иқтисоди кишвар дар шароити муносибатҳои бозорӣ фаъол намудани фаъолияти сармоягузорӣ, афзоиши назарраси ҳаҷми сармоягузорӣ, интихоби сарчашмаҳои маблағгузори самараноктар имконнопазир аст.

Дар ҳоли ҳозир дар саросари ҷаҳон вазифаи сармоягузори самараноки маблағҳо дар лоиҳаҳои гуногун арзиши бузург дорад. Барои арзёбии таъсири ин маблағгузорӣ, усул ва тарзҳои сершумор таҳия шудаанд. Машҳуртарин усулҳои хориҷӣ дар байни онҳо усулҳои ҳастанд, ки аз ҷониби ширкатҳои зерин таҳия шудаанд:¹

1. E&Y;
2. Goldman, Sachs&Co;
3. Бонки Ҷаҳонӣ;
4. Бонки Аврупои Таҷдид ва Инкишоф;
5. Усули Литтл - Миррлис;
6. ЮНИДО;
7. Таҳлили хароҷот ва фоида (Анализ затрат и выгод).

Се тарзи аввал барои таҳияи наҷшаи тиҷоратӣ, ки марҳилаи аввали эҷоди лоиҳаи сармоягузорӣ аст, татбиқ мешаванд.

Барои кишварҳо бо иқтисодии бозорӣ, тарзи таҳлили лоиҳаҳо, ки аз ҷониби Бонки Ҷаҳонӣ таҳия шудааст, татбиқи васеъ дорад. Қувваи асосии он – равона будан ба соҳаи омодагии шароит барои кафолати афзоиши устувори иқтисодӣ мебошад. Бонки Ҷаҳонӣ ба раванди сармоягузорӣ таъсир мерасонад, зеро он бонкҳои инкишофро

¹ Геллман Л., Байер Дж. Goldman Sachs меняет оценку эффективности 36 500 сотрудников. URL: <http://www.vedomosti.ru/management/articles/2016/06/02/643309-goldman-sachs-menyaet-otsenku-effektivnosti-36-500-sotrudnikov>

намояндагӣ мекунад, ки механизми молиявӣ онҳо ба дараҷаи баланди хавф вобаста аст ва дар сурати кафолатҳои ҳукумати амалӣ мегардад. Бонкҳои инкишоф дар навбати аввал ба арзёбии лоиҳаҳои сармоягузорӣ ва амалисозии фаъолият дар бозорҳои молиявӣ машғул мешаванд. Лоиҳаҳо аз ҷониби онҳо тавассути ҷанбаҳои гуногун арзёбӣ мешаванд, аз он ҷумла: иҷтимоӣ, экологӣ, молиявӣ, маркетингӣ, иқтисодӣ ва ғайра.

Усули Литтл-Миррлис — ин яке усулҳои классикии арзёбии иқтисодии лоиҳаҳои сармоягузорӣ мебошад, ки дар асри XX тавассути иқтисоддон Иан Литтл ва Жамс Миррлис таҳия шудааст. Ин усул барои арзёбии лоиҳаҳои сармоягузорӣ дар кишварҳои рушдбанда пешбинӣ шуда буд.

Хусусиятҳои асосии ин усул:

1) Истифода аз нархҳои байналмилалӣ, яъне ҳамаи фоидаҳо ва хароҷотҳо бо нархҳои байналмилалӣ арзёбӣ мешаванд. Ин барои хориҷ намудани таъсири омилҳои халалдоркунанда дар иқтисоди дарунӣ пешбинӣ шудааст.

2) Ин усул ба арзёбии таъсири умумии лоиҳа ба иқтисоди кишвар таъя мекунад. Ба ҷои арзёбии манфиати шахси воқеӣ, манфиати умумии иқтисоди кишвар арзёбӣ мешавад.

Бартариии ин усул нисбат ба усулҳои дигар дар арзёбии лоиҳаҳои калон ва дақиқ будани натиҷаҳо дар шароити кишварҳои рушдбанда мебошад.

Нуқсонҳои асосии ин усул инҳоянд:

- асос ёфтан бар концепсияҳои иқтисодии фармонӣ-маъмурӣ, ки дар он захираҳои кории бемаҳдуд истифода мешаванд;

- таъсири бузурги спекулятсия ба нархҳои ҷаҳонӣ, ки ба хатоҳо дар арзёбии самаранокии лоиҳаҳо меорад;

- азбаски нархҳои ҷаҳонӣ барои молу хидматҳо тағйирпазиранд, дар давоми лоиҳа ҳисобҳои иловагӣ талаб карда мешаванд, яъне

тавлиди коэффитсиентҳои нави табдили нархҳо, ки ин усулро боз ҳам мураккабтар мекунад;

- хатоҳо аз сабаби нотавоноии кофии коршиносон ва аз сабаби камбудии иттилоот.

Усули ЮНИДО яке аз равишҳои арзёбии лоиҳаҳои сармоягузори мебошад, ки аз ҷониби Созмони Ҷаҳонии Инкишофи Саноат (UNIDO) таҳия шудааст. Ин усул барои арзёбии лоиҳаҳои саноатӣ ва инфраструктурӣ дар кишварҳои рушдбанда пешбинӣ шудааст.

Ҳадафҳои асосии он:

- арзёбии манфиати иқтисодии лоиҳа барои иқтисоди миллӣ;
- арзёбии таъсири лоиҳа ба рушди саноатӣ;
- арзёбии устувории молиявии лоиҳа

Қадамҳои асосии усули ЮНИДО иборатан аз:

1. *Таҳлили техникӣ*, ки дар бар мегирад:

- баррасии имконияти техникӣ;
- арзёбии зарурати истеҳсолӣ;
- муайян кардани ҳаҷми истеҳсолот.

2. *Таҳлили бозор*, ки дар бар мегирад:

- арзёбии талаботи бозор;
- таҳлили рақобат;
- муайян кардани стратегияи маркетингӣ.

3. *Таҳлили молиявӣ*, аз он ҷумла:

- ҳисоб кардани хароҷоти сармоягузори;
- муайян кардани манбаъҳои молиявӣ;
- ҳисоб кардани нишондиҳандаҳои молиявӣ ба монанди:
 - Арзиши ҷорӣ соф (NPV);
 - Меъёри дохилии даромаднокии сармоягузори (IRR).

4. *Таҳлили иқтисодӣ*, аз он ҷумла:

- арзёбии таъсири лоиҳа ба иқтисоди миллӣ;
- ҳисоб кардани нархҳои тақрибӣ;

- муайян кардани фоидаҳои иҷтимоӣ

5. *Таҳлили хавф*, аз он ҷумла:

- арзёбии хавфӣ;

- таҳлили ҳассосият;

- таҳлили сценарияҳо.

Таҳлили хароҷот ва фоида ҳамчун усули баҳодихӣ дар асри XIX дар Фаронса эҷод шуд. Таҳаввули асосиро дар ИМА гирифт. Нуқсонии усул дақиқ набудани ҳисоб кардани фоидаҳо дар муддати тӯлонӣ мебошад.

Таҳлили хароҷот ва фоида асоси усули ЮНИДО мебошад, ки алтернативаи усули Литтл - Миррлис аст.

Таҳлили хароҷот ва фоида — ин як усули таҳлили иқтисодӣ аст, ки барои арзёбии манфиатнокии як лоиҳа, пешниҳод ё қарори сиёсат тавассути муқоисаи ҳамаи хароҷоти пешбинишуда бо ҳамаи фоидаҳои интизорӣ истифода мешавад.

Мақсади асосии он муайян кардани он ки оё манфиати як лоиҳа ба хароҷоташ меаразад, яъне оё лоиҳа аз нуқтаи назари иқтисодӣ устувор аст.

2. Хусусиятҳои методи арзёбии лоиҳаҳои сармоягузорӣ дар амалияи хориҷӣ

Ҳадафи асосӣ, ки ҷозибали сармоягузори бозорро муайян мекунад, индексҳои номуайяни ва рақобатпазирӣ мебошанд. Индекси аввал номуайянии вазъият дар иқтисодиёти кишварро тавсиф мекунад, ки ҷозибали сармоягузорӣ хоҳиш медиҳад. Индекси дуюм бо назардошти ду индекс дигар ҳисоб карда мешавад: рақобатпазирӣ қорӣ ва ояндабинӣ. Ҳамаи ин индексҳо дар бузургтарин агентҳои рейтингӣ ва марказҳои таҳлилии ҷаҳон ҳисоб карда мешаванд, аз ин рӯ ҳар як таҳлилгари марказҳои сармоягузорӣ метавонад ин индексҳоро дар назди тақрибан 200 таҳлилгари мустақил аз ҳама

марказҳои молиявии ҷаҳон гирад. Индексҳо зиёда аз 300 параметр ва экспертизаро дар бар мегиранд. Мувофиқи индексҳо, нишондиҳандаи андозҳои иловагӣ ҳисоб карда мешавад, ки сармоягузор ва қарзгиранда барои истифодаи сармоягузорӣ ва инчунин андозе, ки давлат барои қарз мепардозад, мепардозанд. Ин пардохти қарзгиранда барои ноқумии механизмҳо, технологияҳо, стандартҳо ва инфраструктура аст. Ин индексҳо метавонанд ба рад кардани сармоягузорӣ таъсир расонанд, агар манфӣ бошанд.

Дар ҳисоб кардани нишондиҳандаҳои самаранокии иқтисодии лоиҳаҳои сармоягузорӣ, гузариш аз таҳлили молиявӣ ба таҳлили иқтисодӣ ташаққул меёбад: ҳосил кардани нишондиҳандаҳои ҳаракати пулии озод, ки самаранокии молиявӣ бо ёрии он муайян карда мешавад, тавассути коэффицентҳои табдилдиҳӣ, ки барои нархҳо ва барои ҳаҷмҳои фоида ё хароҷот муайян карда мешаванд.

Дар амалияи хориҷии арзёбии лоиҳаҳои сармоягузорӣ, яке аз маъмултарин равишҳо, равиши усулии Хилмар Фолмут мебошад.²

Усули методологии Хилмар Фолмут — ин як ҷаҳорҷӯбаи мукаммали таҳлили сармоягузорӣ мебошад, ки барои арзёбии лоиҳаҳо ва қабули қарорҳои сармоягузорӣ тарҳрезӣ шудааст. Ин равиш ба таҳлили молиявӣ ва иқтисодӣ таъя мекунад.

Ҳисобукитоби сармоягузорӣ истифодаи усулҳои гуногунро барои муайян кардани арзишҳои калидии лоиҳаҳо пешбинӣ мекунад, ки бо ёрии онҳо алтернативаҳо муқоиса мешаванд ё мувофиқати сармоягузорӣ ба як лоиҳа муайян карда мешавад. Масалан, усули муқоисаи хароҷот барои рад кардани лоиҳаҳои истифода мешавад, ки хароҷоти сармоявӣ ва ҷорӣ онҳо хеле баланд аст. Нуқсонии асосӣ мушкилии муайян кардани хароҷоти лоиҳаҳо мебошад, агар ба ҳисоб гирифтани судҳои сармоягузорӣ зарур бошад. Асосан ин усул барои

² Фольмут Х.Й. Инструменты контроллинга: от А до Я. М.: Финансы и статистика, 2001. 171 с.

арзёбии лоиҳаҳо иваз кардани таҷҳизот, бозсозии қувваҳои истеҳсоли ва ғайра истифода мешавад.

Усули ҳисоб кардани самаранокии сармоягузорӣ ба сармоягузор имкон медиҳад, ки самаранокии молиявии хусусии маблағгузориҳои худро муайян кунад, аммо дар ҳисоб кардани муддати бозгашти лоиҳа мушкилиҳо эҷод мекунад. Аз ин рӯ, асосан барои муқоисаи лоиҳаҳои сармоягузорӣ аз рӯи андозаи сармояи сармоягузорӣ ва фоидаи интизорӣ аз лоиҳа истифода мешавад.

Яке аз маъмултарин усулҳо дар амалияи хориҷӣ усули ҳисоб кардани даромади ҳолиси дисконтӣ мебошад. Усул имкон медиҳад, ки алтернативаҳои гуногуни сармоягузорӣ муқоиса шаванд ва лоиҳаҳои алоҳида арзёбӣ шаванд. Аммо, арзиши усул ҳамзамон нуқсони он ҳам мебошад. Муайян кардани арзиши ояндаи пул дар шакли даромади пешгуишуда аз лоиҳаҳо омилҳои сершумори номуайяни, ки мушкилии ҳисоб кардани ин нишондиҳандаро эҷод мекунанд, ба назар мегирад.

Нуқсонии монанд усули ҳисоб кардани меъёри дохилии даромаднокии лоиҳаҳо дорад, ки ба арзёбии самаранокии сармоягузорӣ дар ҳар сол амалӣ кардани лоиҳаҳо имкон медиҳад, бе ҳисоб кардани амортизатсияи сармоя.

Пас аз баррасӣ ҳар як аз усулҳои арзёбии самаранокии лоиҳаҳои сармоягузорӣ, метавон хулоса кард, ки мувофиқтарин ва универсалтарин роҳи асоснок кардани интихоби лоиҳаи сармоягузорӣ истифодаи чанд усул ҳамзамон аст. Бо интихоби миқдори бештар усулҳо барои арзёбӣ, сармоягузор эҳтимолияти баланди ҳисобҳо ва имконият ва натиҷа, имконияти бештари тасдиқ кардани қарори дурустро барои худ таъмин мекунад. Таркиби муваффақтари меъёрҳои самаранокӣ, ба назари мо, муттаҳид кардани нишондиҳандаи даромади ҳолисӣ дисконтӣ бо ҳар як аз усулҳои овардашуда мебошад.

Арзёбии лоиҳаҳои сармоягузорӣ дар маркази раванди асоснок кардан ва интиҳоби варианти имконпазири маблағгузорӣ дар амалиёт бо активҳои воқеӣ қарор дорад. Аз он ки чӣ қадар объективӣ ва ҳамаҷониба арзёбӣ сурат гирифтааст, муддати бозгашти сармояи сармоягузорӣ, суръати инкишофи ширкат ва ҷомеа ҳамчун як умум вобаста аст.

Адабиёти истифодашуда:

1. Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по подготовке промышленных технико-экономических исследований. М.: Интерэксперт, 1995. 343 с.
2. Геллман Л., Байер Дж. Goldman Sachs меняет оценку эффективности 36 500 сотрудников. URL: <http://www.vedomosti.ru/management/articles/2016/06/02/643309-goldman-sachs-menyaet-otsenku-effektivnosti-36-500-sotrudnikov>
3. Досуева Е.Е. Модели оценки коммерческой эффективности инновационно-инвестиционных проектов // Науковедение. 2015. Т. 7. № 3 С. 2-33.
4. Лившиц В.Н. Проектный анализ: методология, принятая во Всемирном банке // Экономика и математические методы. 1994. № 3. С. 37-50.
5. Малышевский А.Б. Оценка экономической эффективности инвестиционных проектов промышленных предприятий: дис. ... канд. экон. наук. М., 2011. 149 с.
6. Новикова Т.С. Методы оценки эффективности инновационных проектов // Инновационный потенциал научного центра: методологические и методические проблемы анализа и оценки. 2007. № 1. С. 40-63.
7. Фольмут Х.Й. Инструменты контроллинга: от А до Я. М.: Финансы и статистика, 2001. 171 с.