

08.00.00 Экономические науки

08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит

## ПРОБЛЕМЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ЧИСТОЙ ПРИВЕДЕННОЙ СТОИМОСТИ ПРИ ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ С РАЗНЫМИ СРОКАМИ

Абашева Александра Сергеевна, старший преподаватель кафедры финансового менеджмента Национального Исследовательского Университета  
Высшая Школа Экономики (г.Пермь)

Ситник Петр Евгеньевич, старший преподаватель кафедры финансового менеджмента Национального Исследовательского Университета  
Высшая Школа Экономики (г.Пермь)

**Реферат.** Статья посвящена такому специфическому вопросу инвестиционного анализа, как оценка и выбор проектов с разным временным горизонтом. Наиболее часто предлагаемые традиционные методы анализа несут в себе множество жестких предпосылок и ограничений, в статье же рассмотрен более реалистичный и унифицированный подход к оценке проектов с разными сроками реализации.

**Abstract.** This paper addresses such specific issue in capital budgeting like evaluation and selection of investment projects with unequal lives. The most frequently offered in standard textbooks approaches could be used only under narrow and unrealistic assumptions. This paper reports a more realistic methodology for projects evaluation when alternatives have unequal lives.

**Ключевые слова:** инвестиционные решения, проекты с разными сроками.

**Key words:** capital budgeting, projects with unequal lives.

Не смотря на бурное развитие альтернативных подходов к оценке инвестиционных проектов, методы дисконтирования денежных потоков остаются наиболее часто используемыми в практике компаний всего мира. В целом, основным теоретическим аспектам подхода дисконтированных денежных потоков в современной учебной литературе уделено достаточно большое внимание и его использование зачастую не вызывает сложностей при ответе на вопрос о привлекательности инвестиционного проекта. Однако некоторые узкие моменты в стандартных учебниках освещены не полностью. Более того, следует отметить, что содержание научных пособий не очень изменилось за последние двадцать лет, в особенности это касается таких специфических вопросов, как, например, анализ альтернативных инвестиционных проектов с разными сроками.

В свою очередь вопрос оценки инвестиционных проектов с разными сроками реализации безусловно актуален, поскольку на практике компании постоянно сталкиваются с проблемами вынесения корректных инвестиционных решений по вопросам сопоставления альтернативных проектов, сроки которых зачастую различны.

**Традиционный подход к анализу проектов с разными сроками.** Общепринятый подход к оценке проектов с различным временным горизонтом сводится к следующим вариантам анализа:

- использование метода цепного переноса (Replacement Chain method, RC method),
- расчет эквивалентного аннуитета (Equivalent Annuity, EA).

По сути оба указанных выше варианта основываются на рассмотрении доходов и расходов проекта в рамках одинакового временного интервала, данный подход к анализу

разделяет большинство авторов ведущих учебников по финансовому менеджменту<sup>28</sup>. Не смотря на некоторые различия в названиях методов у представленных авторов, суть их остается аналогичной.

Таблица 1.

## Денежные потоки, ожидаемые от использования оборудования А и В

Период	0	1	2	3	4	5	6
Денежный поток (оборудование А)	-100	57	57	57			
Дисконтированный денежный поток (оборудование А)	-100	51	46	42			
Дисконтированный денежный поток нарастающим итогом (оборудование А)	-100	-49	-3	39			
Денежный поток (оборудование В)	-100	38	38	38	38	38	38
Дисконтированный денежный поток (оборудование В)	-100	34	31	28	25	22	20
Дисконтированный денежный поток нарастающим итогом (оборудование В)	-100	-66	-35	-7	18	40	60

Метод цепного переноса предполагает рассмотрение наименьшего общего кратного сроков инвестиционных проектов, другими словами, данный вариант решения проблемы выбора между проектами с различным временным горизонтом подразумевает, что проекты будут повторяться до тех пор, пока их общие длительности в результате повторения не сравняются, что позволит провести сопоставление по критерию чистой приведенной стоимости (Net Present Value, NPV).

Рассмотрим типичный пример выбора между двумя сопоставимыми для компании вариантами: приобретением оборудования А или В. Предположим, что для покупки того или иного оборудования в качестве первоначальных инвестиций необходимо вложить 100 условных денежных единиц (все расчеты будем производить в условных денежных единицах).

Использование оборудования А принесет компании ожидаемый ежегодный денежный поток в размере 57 в течение трех лет, а от эксплуатации оборудования В ожидается получение ежегодного денежного потока 38 в течение шестилетнего периода (Табл.1). Также предположим, что приемлемая ставка дисконтирования для данных проектов равна 11%.

<sup>28</sup> Brealey, R.A., Meyers, S.C., Principles of Corporate Finance, 7th ed. – McGraw-Hill Irwin, Boston, MA – 2003; Brigham, E.F., Ehrhardt, M.C., Financial Management: Theory and Practice, 10th ed. – Thomson Southwestern, Cincinnati, OH – 2002.; Grinblatt, M., Titman, S., Financial Markets and Corporate Strategy, 2nd ed. – McGraw-Hill Irwin, Boston, MA – 2002.; Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., Corporate Finance, 7th ed. – McGraw-Hill Irwin, Boston, MA – 2005.; Smart, S., Megginson, W., Gitman, L., Corporate Finance – Thomson Southwestern, Cincinnati, OH – 2004.; Van Horne, J., Wachowicz, J., Fundamentals of Financial Management, 11th ed. – Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ – 2001.

Денежные потоки, ожидаемые от использования оборудования А и В  
на одинаковом временном горизонте

Период	0	1	2	3	4	5	6
Денежный поток (оборудование А)	-100	57	57	57			
Денежный поток (оборудование А) – повтор проекта				-100	57	57	57
Дисконтированный денежный поток (оборудование А)	-100	51	46	-31	38	34	30
Дисконтированный денежный поток нарастающим итогом (оборудование А)	-100	-49	-3	-34	4	38	68
Денежный поток (оборудование В)	-100	38	38	38	38	38	38
Дисконтированный денежный поток (оборудование В)	-100	34	31	28	25	23	20
Дисконтированный денежный поток нарастающим итогом (оборудование В)	-100	-66	-35	-7	18	40	60

Реализация метода RC позволяет сравнить NPV альтернатив на одинаковом временном горизонте и сделать вывод о большей привлекательности для компании проекта, подразумевающего приобретение оборудования А (для шестилетнего периода  $NPV_A=68$ ,  $NPV_B=60$ ).

Если же говорить о втором методе, традиционно используемом для решения проблемы выбора между проектами с разными сроками (методе EA), то согласно его логике необходимо разбить NPV несоответствующих по длительности проектов на ежегодные аннуитетные платежи, на основании сравнения которых и следует сделать выбор.

Так для нашего примера при 11%-ной ставке дисконтирования  $EA_A=16$ ,  $EA_B=14$ , таким образом, при выборе оборудования А компания в среднем в год будет получать больше, чем при приобретении оборудования В, что свидетельствует о целесообразности покупки оборудования А. Следует отметить, что оба рассмотренных метода (RC и EA) привели нас к одному и тому же выводу.

Однако использование традиционно рекомендуемых методов решения проблемы выбора между инвестиционными проектами с разными сроками несет в себе серьезные допущения и недостатки, о которых следует помнить при осуществлении подобного анализа. Специфическим чертам и проблемам использования описанных выше методов посвящено небольшое количество статей, среди которых можно особо выделить работы таких авторов, как Бидлс и Джой<sup>29</sup>, Мюсумеси<sup>30</sup>, Пайлотт<sup>31</sup>.

<sup>29</sup> Beedles, W.L., Joy, O.M. (1997), Mutually Exclusive Projects with Unequal Lives, Reinvestment Plans and Unequal Required Rates of Return, Journal of Financial Education, (1997) 81–83.

<sup>30</sup> Musumeci, J. (1999), Another Look at Mutually Exclusive Alternatives with Unequal Lives and Required Returns, Journal of Financial Education, (1999) 18–20.

Одним из наиболее серьезных допущений традиционных методов оценки проектов с разным временным горизонтом является предположение об одинаковой стоимости капитала для сравниваемых проектов, что сопряжено с использованием одной и той же ставки дисконтирования. Как и в нашем примере при одинаковой ставке дисконтирования выводы, полученные при использовании методов РС и ЕА, не противоречат друг другу.

Однако работы вышеупомянутых авторов показывают, что при разных затратах на капитал результаты применения методов РС и ЕА могут как противоречить друг другу, так и приводить к неправильному выбору. В случае с разными ставками дисконтирования большинство специалистов склоняются к использованию так называемого модифицированного метода ЕА (Modified EA method, MEA method), сводящегося к расчету приведенной стоимости вечной ренты на основании полученного по проекту значения эквивалентного годового аннуитета<sup>32</sup>.

Предположим, что в нашем примере стоимость капитала для проекта приобретения оборудования В, например, вследствие меньших по сравнению с проектом эксплуатации оборудования А рисков, составляет 9%. Тогда характеристики обоих проектов будут выглядеть следующим образом (Табл.3).

Таблица 3.

Сравнение проектов при разной стоимости капитала

Показатель	Проект приобретения оборудования А	Проект приобретения оборудования В
NPV проекта (при ставке дисконтирования 11%)	39	60
NPV проекта (при ставке дисконтирования 9%)	44	70
ЕА проекта (при ставке дисконтирования 11%)	16	14
ЕА проекта (при ставке дисконтирования 9%)	18	16
МЕА проекта (при ставке дисконтирования 11%)	146	131
МЕА проекта (при ставке дисконтирования 9%)	194	175

Данные таблицы 3 позволяют сделать вывод о том, что при равных затратах на капитал использование методов ЕА и МЕА приводит к одному и тому же выбору: оба метода подтверждают целесообразность покупки оборудования А.

Если же рассмотреть разные ставки дисконтирования для тех же альтернатив (11% для проекта приобретения оборудования А и 9% - для В), то использование традиционного метода ЕА некорректно и не позволит компании осуществить правильный выбор.

Так в нашем примере модифицированный метод ЕА при разной стоимости капитала помогает сделать правильный выбор и предпочесть покупку оборудования В, что не было бы достигнуто с помощью обычного метода ЕА.

<sup>31</sup> Pilotte, E.A. (2000), Evaluating Mutually Exclusive Projects of Unequal Lives and Differing Risks, Financial Practice and Education 10:2, (2000) 101–105.

<sup>32</sup> Emery, G.W. (1982), Some Guidelines for Evaluating Capital Investment Alternatives with Unequal Lives, Financial Management, (1982) 14–19.; Musumeci, J. (1999), Another Look at Mutually Exclusive Alternatives with Unequal Lives and Required Returns, Journal of Financial Education, (1999) 18–20.; Pilotte, E.A. (2000), Evaluating Mutually Exclusive Projects of Unequal Lives and Differing Risks, Financial Practice and Education 10:2, (2000) 101–105

К недостаткам традиционного подхода к анализу инвестиционных проектов с разными сроками следует отнести и проблему, связанную с учетом инфляции при расчетах. Некоторые авторы, в том числе Брейли и Майерс<sup>33</sup> строго рекомендуют проводить анализ проектов с разными сроками в реальных ценах, поскольку результаты расчета ЕА в номинальном и реальном выражении могут приводить к выбору разных проектов.

Вновь вернемся к рассмотрению нашего примера при одинаковых затратах на капитал для обоих проектов.

Предположим, что и ставка дисконтирования (первоначально озвученные 11%), и все денежные потоки проектов представлены в реальном выражении. Тогда расчет ЕА в реальных ценах приведет нас к выбору оборудования А ( $EA_A=16$ ,  $EA_B=14$ ), однако, если при расчете эквивалентного аннуитета учесть инфляцию, то согласно использованию того же метода (ЕА) наш выбор должен поменяться уже при инфляции 10,2% и выше.

Таким образом, необходимо отметить, что ситуация, когда один и тот же метод при расчете в реальном и номинальном выражении приводит к разным результатам сомнительна, как и предлагаемое ее решение, посредством использования результатов расчета в реальных ценах.

Использование при выборе между инвестиционными проектами с разными сроками традиционно предлагаемых методов РС и ЕА в обоих случаях предполагает возможность повторения проектов, что далеко не всегда возможно на практике. Более того, выводы, получаемые при их применении, не учитывают изменений технологического характера или сдвигов рыночной конъюнктуры, например.

Особо наглядно это представлено в методе цепного переноса, когда денежные потоки проектов в неизменном виде просто переносятся до тех пор, пока не будет достигнуто равенство сроков. Подобное построение последовательности денежных потоков проектов сразу обращает на себя внимание, так как неизменное чередование тех же самых притоков и оттоков в независимости от итерации проекта вряд ли возможно на практике. Использование же метода ЕА как в традиционном, так и в модифицированном вариантах прямо на это не указывает, но подразумевает ту же логику.

Также стоит уделить внимание тому факту, что дисконтирование в традиционном виде, а именно так оно и осуществляется в общепринятом подходе к анализу инвестиционных проектов с разными сроками, подразумевает реинвестирование промежуточных денежных потоков по ставке дисконтирования, что не всегда возможно. Это же предположение ведет к проблеме анализа проектов, связанной с несоответствием во времени денежных поступлений, что в целом можно решить введением в расчеты задаваемой ставкой реинвестиций, однако, стандартные методы анализа проектов с разными сроками этот аспект не рассматривают.

**Альтернативный взгляд на методологию оценки инвестиционных проектов с разным временным горизонтом.** Проанализированные недостатки традиционно предлагаемых авторами учебных пособий по финансовому менеджменту методов анализа инвестиционных проектов с разными сроками очевидны. Основным проблемным вопросом при этом является возможность повторения инвестиционных проектов, которая подразумевается в методах РС и ЕА.

Уже в 1982 году Эмери<sup>34</sup> рассматривал проблему повторения инвестиционных проектов на практике, когда рассуждал о добыче конечной величины полезных ископаемых при помощи двух разных по длительности проектов, что само собой подразумевает отсутствие возможности реализации какого-либо варианта проекта даже дважды. Данный аспект не нашел отражения в общепринятых рекомендациях по оценке

<sup>33</sup> Brealey, R.A., Meyers, S.C., Principles of Corporate Finance, 7th ed. – McGraw-Hill Irwin, Boston, MA – 2003.

<sup>34</sup> Emery, G.W. (1982), Some Guidelines for Evaluating Capital Investment Alternatives with Unequal Lives, Financial Management, (1982) 14–19.

проектов с разными сроками и остался незамеченным основными авторами учебников по финансовому менеджменту. Стоит упомянуть о том, что некоторые специалисты предлагают рассматривать проекты на временном горизонте равном меньшему по длительности проекту, а оставшиеся денежные потоки более длительного проекта отражать как остаточную его стоимость, что опять-таки ведет к неполному учету и анализу.

При оценке инвестиционных проектов с разными сроками представляется целесообразным отойти от традиционных методов и рассмотреть решение этой проблемы через призму анализа инвестиций, который предлагается многими специалистами с целью учета отличной от стоимости капитала проекта ставки реинвестиций и несоответствия во времени денежных поступлений проекта.

Подобный подход основан на расчете будущей стоимости денежных потоков проекта с использованием ставки реинвестирования, а затем определения ее приведенной величины уже с учетом затрат на капитал рассматриваемого проекта. С этой точки зрения значение чистой приведенной стоимости проекта можно рассчитать следующим образом:

$$NPV = -I_0 + \frac{\sum_{i=1}^n CF_i(1+r^*)^{n-i}}{(1+r)^n},$$

где NPV – чистая приведенная стоимость проекта,  $I_0$  – величина первоначальных инвестиций,  $CF_i$  – денежный поток за  $i$ -ый период,  $n$  – количество лет проекта,  $r$  – приемлемая ставка дисконтирования (затраты на капитал для данного проекта),  $r^*$  – ставка реинвестирования денежных потоков проекта.

Указанная формула упоминается во многих научных статьях и учебных пособиях, когда обсуждается вопрос учета различия между собой ставки дисконтирования и ставки реинвестирования денежных потоков, данный подход достаточно прост и известен.

Его логику можно использовать и при анализе инвестиционных проектов с разными сроками, предполагая, что денежные потоки меньшего по длительности проекта могут быть реинвестированы до окончания срока более длительного проекта по задаваемой ставке, тогда в вышеприведенной формуле  $n$  – срок более длительного по времени проекта.

Тем самым сравнение значений чистой приведенной стоимости проектов будет происходить за один и тот же временной интервал и учитывать возможность реинвестирования потоков проектов по некоторой ставке  $r^*$ . Недостатком такого анализа будет являться допущение о равенстве стоимости капитала проектов и затрат на капитал компании в целом, что в свою очередь может быть решено следующим вариантом расчета NPV проектов:

$$NPV = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CF_i(1+r^*)^{n-i}}{(1+r)^i(1+r^{**})^{n-i}},$$

где NPV – чистая приведенная стоимость проекта,  $I_0$  – величина первоначальных инвестиций,  $CF_i$  – денежный поток за  $i$ -ый период,  $n$  – количество лет более длительного проекта,  $r$  – приемлемая ставка дисконтирования для конкретного проекта (затраты на капитал для данного проекта),  $r^*$  – ставка реинвестирования денежных потоков от проекта,  $r^{**}$  – стоимость капитала компании в целом (например, средневзвешенные затраты на капитал).

Рассмотрим реализацию данного подхода на условном примере. Предположим, что некая фирма рассматривает две инвестиционные альтернативы (проект А и проект В), по которым известна следующая информация: для старта проекта А необходимо инвестировать 500 условных денежных единиц, при этом от данного проекта в течение последующих шести лет планируется получение ежегодного денежного потока 140 условных денежных единиц. Для реализации проекта В на начальном этапе необходимо осуществить инвестиций также на 500 условных денежных единиц, в течение восьми лет от

проекта ожидается ежегодный денежный поток 119 денежных единиц. В целом стоимость капитала компании, рассматривающей описанные выше инвестиционные альтернативы, составляет 11%, в ближайшие восемь лет аналитики фирмы прогнозируют возможность реинвестирования денежных потоков под 13% годовых. Предположим, что приемлемая ставка дисконтирования для обоих проектов составляет 10%. Рассмотрим эффект от анализируемых компанией инвестиционных альтернатив, рассчитав NPV, учитывающую стоимость капитала компании в целом и возможности реинвестирования денежных потоков на восьмилетний временной период (результаты расчета представлены в таблице 4).

Таблица 4.

Сравнение проектов А и В при ставке дисконтирования 10%

Период	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Денежный поток (проект А)	-500	140	140	140	140	140	140		
Приведенная стоимость денежных потоков проекта А	-500	144	129	115	103	92	81		
Приведенная стоимость денежных потоков проекта А нарастающим итогом	-500	-356	-227	-112	-9	83	164		
Денежный поток (проект В)	-500	119	119	119	119	119	119	119	119
Приведенная стоимость денежных потоков проекта В	-500	122	110	98	87	78	70	62	55
Приведенная стоимость денежных потоков проекта В нарастающим итогом	-500	-378	-268	-170	-83	-5	65	127	182

Таким образом, с учетом стоимости капитала компании и прогнозируемых возможностей реинвестирования на ближайшие восемь лет  $NPV_A=164$ ,  $NPV_B=182$ , что говорит о большей привлекательности проекта В. Также рассчитаем наиболее корректный из традиционно используемых показателей – MEА, он также привел бы нас к выбору проекта В ( $MEА_A=252$ ;  $MEА_B=253$ ).

Однако ситуация изменится, если например предположить, что компания способна снизить риски проекта А, что скажется на уменьшении приемлемой ставки дисконтирования для данного проекта до 9,5%. В этом случае получим, что  $MEА_A=283$ ;  $MEА_B=253$ , следовательно, согласно логике модифицированного метода эквивалентного аннуитета фирме целесообразнее выбрать проект А. В то же время расчет чистой приведенной стоимости проектов с учетом стоимости капитала компании в целом и ее

реинвестиционных возможностей за рассматриваемые восемь лет даст следующие результаты:  $NPV_A=174$ ;  $NPV_B=182$  (расчет представлен в таблице 5), что в свою очередь говорит о большей привлекательности проекта В. Данный выбор более корректен, хотя бы потому, что он основан на учете фактической стоимости капитала компании и ее возможностей реинвестирования денежных средств. Более того, нельзя утверждать, что рассматриваемые проекты фирма способна повторять бесконечное число раз при постоянстве используемых в расчете ставок дисконтирования и денежных потоков, что предполагается традиционным подходом к анализу инвестиционных проектов с разными сроками.

Таблица 5.

## Сравнение проектов А и В при разных ставках дисконтирования

Период	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Денежный поток (проект А)	-500	140	140	140	140	140	140		
Приведенная стоимость денежных потоков проекта А	-500	145	130	116	105	94	84		
Приведенная стоимость денежных потоков проекта А нарастающим итогом	-500	-355	-225	-109	-4	90	174		
Денежный поток (проект В)	-500	119	119	119	119	119	119	119	119
Приведенная стоимость денежных потоков проекта В	-500	123	109	98	87	78	70	62	55
Приведенная стоимость денежных потоков проекта В нарастающим итогом	-500	-377	-268	-170	-83	-5	65	127	182

Приведенные выше рассуждения верны при предположении о равенстве необходимых для реализации проектов инвестиционных вложений. Если же проекты отличаются по размеру первоначальных инвестиционных затрат или в ходе реализации требуют различных между собой дополнительных вложений, то необходимо сравнивать проекты не по NPV, а по отдаче, которую они приносят.

Другими словами, пользуясь той же логикой о реинвестировании денежных потоков и учете стоимости капитала компании, необходимо рассчитать индекс отдачи (Profitability



Index, PI) или соотношение выгоды/затраты (Benefits to Cost Ratio, B/C ratio) и на этом основании сделать выбор в пользу одного или другого проекта. Рассмотрим очередной пример выбора между проектами А и В. Предположим, что стоимость капитала компании в целом составляет 11%, в аналитики фирмы прогнозируют возможность реинвестирования денежных потоков под 13% годовых, приемлемая ставка дисконтирования для проекта А 9%, для проекта В 12%.

Проекты отличаются величиной первоначальных вложений и сроками реализации, основные характеристики рассматриваемых альтернатив с учетом стоимости капитала компании и возможности реинвестиций представлены в таблице 6.

Таблица 6.

Характеристика проектов А и В

Период	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Денежный поток (проект А)	-700	180	180	180	180	180	180		
Приведенная стоимость денежных потоков проекта А	-700	188	168	152	137	123	111		
Приведенная стоимость денежных потоков проекта А нарастающим итогом	-700	-512	-344	-192	-55	68	179		
Денежный поток (проект В)	-400	100	100	100	100	100	100	100	100
Приведенная стоимость денежных потоков проекта В	-400	101	89	78	68	60	52	46	40
Приведенная стоимость денежных потоков проекта В нарастающим итогом	-400	-299	-210	-132	-64	-4	48	94	134

Проведенные расчеты показывают, что  $NPV_A > NPV_B$ , но поскольку первоначальные инвестиции проектов различны, следует рассматривать отдачу на вложенные средства, так рассчитанный через величину чистой приведенной стоимости индекс отдачи (PI) проекта А составит 26%, а проекта В 34%, что свидетельствует о целесообразности выбора проекта В.

Следует отметить, что традиционный подход к анализу инвестиционных проектов с разными сроками (методы RC и MEA) не рассматривает возможность сравнения

альтернатив с различающимися размерами инвестиций. Можно, конечно, и в этом случае воспользоваться логикой рассмотрения отдачи на вложенные средства, но это не решит выявленных присущих стандартному анализу проблем.

Ценность какого-либо подхода к решению определенных задач, в частности и в финансовом менеджменте, заключается в возможности его применения для решения широкого круга проблем без оглядки на его предпосылки и ограничения использования. Традиционные методы анализа инвестиционных проектов с разными сроками несут в себе множество предположений, соблюдение которых в реальности далеко не всегда представляется возможным. Среди этих проблем необходимо особо выделить следующие:

- традиционную предпосылку о равенстве затрат на капитал рассматриваемых инвестиционных альтернатив;
- проблемы, связанные с противоречивостью результатов расчета проектов в реальном и номинальном выражениях;
- предположение о возможности бесконечного числа повторений проектов без изменения денежных потоков, изменений технологического характера, ставок дисконтирования и т.п.;
- предпосылку о реинвестировании денежных потоков проекта по использующейся в проекте ставке дисконтирования;
- проблемы, возникающие при разных по времени и объему денежных потоков и инвестиций проектов.

Все эти недостатки могут быть скорректированы, если использовать альтернативную точку зрения на анализ проектов с разными сроками, основные элементы которой в основном применяются специалистами с целью учета отличных от ставки дисконтирования возможностей реинвестирования денежных потоков. Рассмотренный подход позволяет нивелировать все недостатки традиционно используемых для оценки проектов с разными сроками методов, сделать анализ реалистичным, унифицированным и более понятным для инвесторов.