

Б. Ю. Адамова

ФИНАНСИРОВАНИЕ И ОЦЕНКА ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Анализ организации финансирования крупномасштабных инвестиционных проектов в промышленно развитых странах Запада показывает, что существует бесконечное многообразие схем проектного финансирования. Эти схемы проектного финансирования можно классифицировать по разным признакам. По способам мобилизации и источникам финансирования для реализации инвестиционных проектов проектное финансирование можно разделить на следующие группы:

- ◆ проектное финансирование, осуществляемое за счет средств самого промышленного предприятия;
- ◆ за счет банковских кредитов;
- ◆ за счет инвестиций (размещение акций на первичном рынке, паевые взносы);
- ◆ за счет облигационных займов;
- ◆ за счет фирменных кредитов;
- ◆ за счет лизинга.

В реальной жизни, однако, преобладают смешанные, комбинированные формы проектного финансирования и каждый конкретный случай затруднительно или невозможно отнести к какой-либо из вышеназванных групп. Собственно в смешанности, комбинированности способов и источников и заключается суть проектного финансирования. Вместе с тем, по архитектуре финансовых схем проектного финансирования достаточно четко подразделяется на два типа: проектов финансирование с параллельным финансированием, проектное финансирование с последовательным финансированием.

Проектное финансирование с параллельным финансированием - это "совместное финансирование", когда несколько кредитных учреждений выделяют займы для реализации дорогостоящего инвестиционного проекта. С одной стороны, это позволяет банкам укладываться в нормативы предельно допустимых сумм выдаваемых кредитов; с другой стороны - снижать свои кредитные риски. Нередко в такой группе банков имеется инициатор в лице солидного коммерческого банка или международного финансового института, что дает дополнительную гарантию своевременного погашения платежных обязательств должником. Этому способствует включение в кредитные соглашения оговорок "кросс-дефолт". Они дают право кредитору на досрочное взыскание задолженности по кредиту, если заемщики не выполняют своих платежных обязательств перед любым другим кредитором, участвующим в совместном финансировании.

Применяются две формы совместного финансирования.

Первая - независимое параллельное финансирование, когда каждый банк заключает с заемщиком кредитное соглашение и финансирует свою часть инвестиционного проекта (субпроект).

Вторая - софинансирование, когда кредиторы выступают единым пулом (консорциум, синдикат), заключается единое кредитное соглашение; формирование консорциума (синдиката), подготовку и подписание кредитного соглашения осуществляет банк-менеджер; в дальнейшем контроль за осуществлением кредитного соглашения (а нередко и реализацией инвестиционного проекта), необходимые расчетные операции осуществляет специальный банк-агент из состава консорциума (синдиката), получая за это комиссионное вознаграждение.

При проектном финансировании с последовательным финансированием присутствует крупный авторитетный банк. Благодаря высокой репутации, наличию опытных специалистов по экспертизе инвестиционных проектов, значительному кредитному потенциалу такой первоклассный коммерческий банк получает большое количество заявок на кредитование проектов, среди которых бывает немало отличных. Однако даже крупнейшие банки не в состоянии профинансировать все проекты, ибо это отразилось бы негативно на состоянии их балансов. Поэтому такие банки во многих случаях выступают только в роли инициаторов кредитных сделок. После выдачи займа предприятию банк-инициатор передает свои требования по задолженности другому кредитору, снимая дебиторскую задолженность со своего баланса. За оценку инвестиционного проекта, разработку кредитного договора и выдачу займа банк-организатор получает комиссионное вознаграждение. Передача осуществляется в виде договора цессии.

В 80-90 гг. стал широко практиковаться несколько иной способ передачи требований банками-организаторами - путем размещения кредита среди инвесторов. Это так называемый метод секьюритизации. Банк-организатор продает дебиторские счета по выданному кредиту траст-компаниям, которые выпускают под них ценные бумаги. Прибегая к помощи инвестиционных банков траст-компания размещают ценные бумаги среди инвесторов. Поступающие от заемщика в счет погашения задолженности средства зачисляются в фонд выкупа ценных бумаг. По наступлении срока инвесторы предъявляют к выкупу ценные бумаги. Нередко банк-организатор продолжает обслуживать кредитную сделку, оставляя за собой функцию инкассации платежей, поступающих от заемщика.

Как видно, и в схеме параллельного финансирования, и в схеме последовательного ведущая роль принадлежит банку-инициатору, в качестве которого могут выступать или крупнейшие коммерческие банки или международные финансовые институты.

Сегодня в проектном финансировании инвестиционный банк является ключевым звеном между промышленной корпорацией, стремящейся мобилизовать посредством эмиссии ценных бумаг капитальные ресурсы для реализации тех или иных проектов, и инвесторами - как институциональными, так и индивидуальными. Совместно с руководством компании-эмитента инвестиционный банк определяет сумму капитальных ресурсов, которые необходимо мобилизовать, тип ценных бумаг и структуру эмиссии, способы и сроки размещения. Компания-эмитент и инвестиционный банк заключают эмиссионное соглашение, согласно которому банк выкупает у эмитента ценные бумаги и затем перепродает их инвесторам (действует в качестве дилера) или же выступает в качестве агента, беря на себя функции по размещению ценных бумаг.

Нередко новый выпуск ценных бумаг даже для крупного инвестиционного банка оказывается "неподъемным". В этом случае один из инвестиционных банков может выполнить роль инициатора, организатора, выступая с предложением сформировать эмиссионный синдикат. В чистом виде инвестиционные банки существуют в США, где законодательно коммерческим банкам запрещено заниматься операциями с корпоративными ценными бумагами. В Великобритании им соответствуют торговые банки. В континентальной Европе коммерческие банки имеют право заниматься размещением корпоративных ценных бумаг.

Каковы же перспективы проектного финансирования в России и на Украине? Конечно, говорить о сколько-нибудь заметном развитии проектного финансирования в этих странах пока не приходится. На финансовом рынке сегодня доминируют "короткие" деньги, а вложение средств в долгосрочные проекты является скорее исключением, чем правилом. Чаще всего такое вложение осуществляется в форме традиционного банковского кредитования с использованием всех возможных форм и методов обеспечения возвратности основной суммы и процентов по кредиту.

Российская промышленность переживает острейший инвестиционный кризис. Согласно оценкам ИМЭМО РАН, только для замены и модификации активной части действующих производственных фондов требуется ежегодно 30-36 млрд. долл. По оценкам Мирового банка, России до конца текущего столетия для развития нефтяной промышленности необходимо получить не менее 50 млрд. долл., а для модернизации обрабатывающих отраслей - 50-60 млрд. долл. и т.д. Всем известно, что реальные инвестиции в указанном секторе экономике за счет всех источников финансирования в десятки раз меньше.

Активизация финансово-инвестиционной деятельности наших банков в отношении промышленности может способствовать созданию финансово-промышленных групп (ФПГ). Банки смелее шли бы на кредитование про-

мышленных предприятий и к тому же могли бы более активно контролировать реализацию инвестиционных проектов через участие в управлении предприятием. Ряд банков осуществляют кредитование инвестиционных проектов в том случае, если в роли заемщика выступает совместное предприятие, причем желательно, чтобы иностранному партнеру принадлежало не менее 50 % уставного капитала.

В целом же ряд причин мешают банкам на современном этапе осуществлять в сколько-нибудь значительных масштабах проектное финансирование. Среди них:

- ◆ нестабильность отечественной экономики;
- ◆ отсутствие у банков достаточных ресурсов;
- ◆ высокие темпы инфляции;
- ◆ тяжелое налоговое бремя и нестабильность налогового законодательства;
- ◆ отсутствие опыта при финансировании инвестиционных проектов;
- ◆ низкое качество менеджмента на предприятиях-заемщиках;
- ◆ отсутствие у банков опыта и высококвалифицированных специалистов в области проектного анализа и проектного финансирования.

Особо следует обратить внимание на неустойчивость общей экономической ситуации в стране. Если в промышленно развитых странах сегодня в расчеты финансово-коммерческой эффективности проектов закладывается возможное отклонение основных показателей в худшую сторону в размере 5-10 %, то в наших условиях необходимы "допуски" не менее 20-30 %. А это - дополнительные затраты, связанные с резервированием средств для покрытия непредвиденных издержек.

Объективные потребности в структурной перестройке отечественной экономики и коренной модернизации ее технической базы неизбежно приведут к появлению таких форм организации финансирования инвестиционных проектов, как банковские консорциумы и синдикаты, инвестиционные банки и эмиссионные синдикаты, консультанты по вопросам проектного финансирования, банки-организаторы проектного финансирования и др. В этой связи актуальным становится изучение зарубежного опыта проектного финансирования с точки зрения его использования на российско-украинской почве.

Показатели народнохозяйственной экономической эффективности отражают эффективность проекта с точки зрения интересов всего народного хозяйства в целом, а также для участвующих в осуществлении проекта регионов, отраслей, организаций и предприятий.

При расчетах показателей экономической эффективности на уровне народного хозяйства в состав результатов проекта включаются (в стоимостном выражении):

- ◆ конечные производственные результаты (выручка от реализации на внутреннем и внешнем рынках всей произведенной продукции). Сюда же от-

- носятся и выручка от продажи имущества и интеллектуальной собственности (лицензий на право использования изобретения, ноу-хау, программ для ЭВМ и т.п.), создаваемых участниками в ходе осуществления проекта;
- ◆ социальные и экономические результаты, рассчитанные исходя из совместного воздействия всех участников проекта на здоровье населения, социальную и экологическую обстановку в регионах;
 - ◆ прямые финансовые результаты;
 - ◆ кредиты и займы иностранных государств, банков и фирм, поступления от импортных пошлин и т.п.

Необходимо учитывать также косвенные финансовые результаты, обусловленные осуществлением проекта, изменением доходов сторонних предприятий и граждан, рыночной стоимости земельных участков, зданий и иного имущества, а также затраты, на обусловленную реализацией проекта консервацию или ликвидацию производственных мощностей, потери природных ресурсов и имущества от возможных аварий и других чрезвычайных ситуаций.

В состав затрат проекта включаются предусмотренные в проекте и необходимые для его реализации текущие и единовременные затраты всех участников осуществления проекта, исчисленные без повторного счета одних и тех же затрат и без учета затрат одних участников в составе результатов других участников. Поэтому в расчет не включаются:

- ◆ затраты предприятий-потребителей продукции на приобретение ее у изготовителей - других участников проекта;
- ◆ амортизационные отчисления по основным средствам, созданные одними участниками проекта и используемым другими участниками;
- ◆ все виды платежей предприятий-участников в доход госбюджета, в том числе - налоговые платежи;
- ◆ проценты по кредитам коммерческих банков, включенных в число участников реализации инвестиционного проекта;
- ◆ затраты иностранных участников.

При реализации крупномасштабных проектов с участием иностранных государств, оказывающих существенное воздействие на экономику других государств или на состояние мирового рынка, целесообразно убедиться в мирохозяйственной эффективности проекта. В этих целях рекомендуется определить интегральный мирохозяйственный экономический эффект проекта. Соответствующий расчет проводится с использованием мировых цен на все виды продукции, товаров и услуг.

Так, для пересчета затрат на оплату труда в мировые цены, используется коэффициент пересчета $K_{лз}$, рассчитываемый по формуле:

$$K_{пз} = \frac{C_{км}}{C_{кв}},$$

где

$C_{км}$ - общая стоимость товаров и услуг, входящих в "потребительскую корзину" соответствующей категории населения, в мировых ценах;

$C_{кв}$ - то же, во внутренних ценах соответствующей страны.

Проблемы оценки привлекательности проекта, связанного с вложением капитала, заключается в определении того, насколько будущие поступления оправдывают сегодняшние затраты. Все показатели будущей деятельности инвестиционного проекта должны быть откорректированы с учетом снижения ценности (значимости) денежных ресурсов по мере отдаления операций, связанных с их расходованием или получением. Практически корректировка заключается в приведении всех величин, характеризующих финансовую сторону осуществления проекта, в масштаб цен, сопоставимый с имеющимся сегодня. Операция такого пересчета называется дисконтированием.

Методы дисконтирования на сегодняшний день относятся к наиболее широко используемым методам анализа инвестиционных проектов. Для проведения разновременных затрат, результатов и эффектов используется норма дисконта, равная приемлемой для инвестора норме дохода на капитал.

В рыночной экономике величина нормы дисконта определяется исходя из депозитного процента по вкладам (в действующих ценах). На практике она принимается большей его за счет инфляции и риска, связанного с инвестициями. Если принять норму дисконта ниже депозитного процента, инвесторы предпочтут класть деньги в банк, а не вкладывать их непосредственно в производство; если же норма дисконта станет выше депозитного процента на величину большую чем та, которая оправдывается инфляцией на величину большую чем та, которая оправдывается инфляцией и инвестиционным риском, возникнет перетекание денег в инвестиции, повышенный спрос на деньги, и как следствие - увеличение их цены, т.е. банковского процента.

Сравнение различных инвестиционных проектов и выбор лучшего из них можно производить с использованием различных показателей, к которым относятся:

- ◆ чистый дисконтированный доход, определяемый как сумма текущих эффектов за весь расчетный период, приведенная к начальному шагу, или как превышение интегральных результатов над интегральными затратами;
- ◆ индекс доходности (прибыльности), представляющий собой отношение суммы приведенных эффектов к величине капиталовложений:

$$ИД = \frac{1}{K} \sum_{t=0}^T \frac{R_t - Z_t}{(1 + E)^t},$$

где

ИД - индекс доходности (прибыльности);

R_t - результаты, достигаемые на *t*-ом шаге расчета;

T - горизонт расчета (равный номеру шага расчета, на котором производится ликвидация объекта инвестирования);

Z_t - затраты на *t*-ом шаге при условии, что в них не входят капиталовложения;

E - внутренняя норма доходности (прибыли, рентабельности) (ВНД), представляющая собой ту норму дисконта, при которой величина приведенных эффектов равна приведенным капиталовложениям;

1/K - срок окупаемости, начиная с которого первоначальные вложения и другие затраты, связанные с инвестиционным проектом, покрываются суммарными результатами его осуществления.

Наряду с перечисленными критериями в ряде случаев возможно использование и ряда других: интегральной эффективности затрат, точки безубыточности, простой нормы прибыли, капиталоотдачи. Для применения каждого из них необходимо ясное представление о том, какой вопрос экономической оценки проекта решается с его использованием и как осуществляется выбор решения.

Рассмотренный метод оценки эффективности инвестиционных проектов позволяет при их отборе для финансирования произвести более точные расчеты путем приведения разновременных экономических показателей к какому-либо одному моменту времени - точке приведения.

Summary

The analysis of the foreign experience of the large-scope investment project' financing is carried in the article. The causes of the investment crisis in the country are explained. The attention is paid to the methods of the valuation of economic effectiveness of the investment projects.

А.И. Карпищенко, кандидат экономических наук
Н.М. Нилова

ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ В УКРАИНЕ В УСЛОВИЯХ ПЕРЕХОДА К РЫНКУ

Анализ финансово-экономической ситуации в Украине свидетельствует, что за последние годы произошло существенное изменение приоритетов и направлений инвестиционной политики, что повлекло за собой трансформацию структуры и целевого назначения капитальных вложений. Обратив-