

3.6. МОДЕЛИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РЕАЛЬНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ

Саляева О.Г., преподаватель кафедры
«Финансы и кредит»

Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ

В статье сформулирован новый подход к определению эффективности проектного финансирования в реальном секторе экономики с учетом апробированных в практике оценочной деятельности подходов, трансформированных в имущественную, рыночную (сравнительную), доходную модели и модель с учетом специфики бизнеса проектируемого производства.

Поскольку в статье автор рассматривает реальный сектор экономики, показатели эффективности исследовались применительно к стратегическим инвестициям и капиталобразующим внеоборотным активам. При этом активы предложено исследовать как с позиций затрат на создание и реализацию и с позиций полученного дохода от эксплуатации, так и с позиций сравнительной (рыночной) модели и модели с учетом специфики бизнеса. Сопоставление указанных моделей дает результаты, максимально приближенные, по мнению автора, к реальной рыночной (справедливой) стоимости активов. В этом и заключается новация определения эффективности как на стадии проектирования, так и на стадиях инвестирования, создания и эксплуатации активов в реальном секторе экономики.

Проектное финансирование является составной частью финансового менеджмента применительно ко всем фазам инвестиционного цикла.

Проектное финансирование в данной статье понимается как финансирование инвестиционного проекта, а также выплаты долга, осуществляемые из денежных средств, полученных от реализации конкретного проекта, а не от деятельности всей компании в целом.

Поскольку в данной статье автор рассматривает реальный сектор экономики, показатели эффективности исследуются применительно к стратегическим инвестициям и капиталобразующим внеоборотным активам. При этом активы предлагается исследовать как с позиций затрат на создание и реализацию (так называемая имущественная модель эффективности) и с позиций полученного дохода от эксплуатации (так называемая доходная модель), так и с позиций сравнительной (рыночной) модели и модели с учетом специфики бизнеса. Сопоставление указанных моделей дает результаты, максимально приближенные, по мнению автора, к реальной рыночной (справедливой) стоимости активов. В этом и заключается новация определения эффективности как на стадии проектирования, так и на стадиях инвестирования, создания и эксплуатации активов в реальном секторе экономики.

Такой подход позволяет максимально приблизить финансовые расчеты на стадии проектирования к реальным произведенным расходам и полученному приращению доходов при строительстве, вводе и эксплуатации инвестиционных объектов. Чрезвычайно важным при этом является наличие профессионально разработанного полного бизнес-плана инвестиционного проекта с детальной проработкой всех аспектов проектного финансирования, реальных капиталобразующих активов.

Это позволяет финансировать только те проекты, которые имеют рыночную перспективу.

Эффективность инвестиционного проектирования ряд исследователей трактуют как показатель, отражающий соответствие проекта целям и интересам его участников. В данном определении отсутствует финансовая составляющая. Кроме того, эффективность сводится к определению некоего виртуального показателя, что не раскрывает сущности понятия.

Для оценки эффективности проектного финансирования автором предложено использовать общепринятые в мировой практике финансового менеджмента нижеследующие важнейшие показатели эффективности инвестиций:

- финансовый итог (cash flow, **CF**);
- сегодняшняя ценность будущего платежа, поступления капитала, финансового итога (present value, **PV**);
- общий финансовый итог от реализации проекта, чистое современное значение (net present value, **NPV**);
- внутренняя норма прибыльности, доходности, или поворочный дисконт (internal rate of return, **IRR**);
- показатель выгодности инвестиций (profitability index, **PI**);
- период окупаемости инвестиций (payback period, **PB**).

В научной литературе существуют различные русскоязычные и зарубежные модификации перечисленных выше названий, однако суть их остается неизменной.

Показатель «финансовый итог» (cash flow, **CF**) означает финансовый итог деятельности предприятия за определенный период времени (разность между суммой поступлений и суммой расходов капитала). Показатель может быть подсчитан для различных периодов времени (один год, несколько лет). Поступления капитала при подсчете cash flow всегда суммируют полностью; расходы же суммируют в одних случаях без первоначальных инвестиций, а в других – с первоначальными инвестициями. **CF**, подсчитанный без первоначальных инвестиций, представляет собой отдачу на вложенный капитал, а **CF**, подсчитанный с первоначальными инвестициями, выражает превышение отдачи над вложенным капиталом.

Показатель «сегодняшняя ценность будущего платежа, поступления капитала, финансового итога» (present value, **PV**). При оценке того или иного инвестиционного проекта вкладчикам капитала приходится суммировать и сопоставлять будущие затраты, поступления капитала и финансовые итоги разных лет. Перед сложением и сопоставлением указанных потоков капитала эти потоки принято приводить в сопоставимый вид (дисконтировать) на дату регистрации предприятия или на дату начала его строительства (на сегодняшний день, на текущий момент, на настоящее время).

В процессе дисконтирования будущую сумму (расходную, приходную или итоговую) делят на две части. Одна часть – это сегодняшний эквивалент будущей суммы, т.е. **PV**, а вторая часть – начисленная на **PV** за заданное число лет при определенной процентной ставке.

В случае инвестиций в основные фонды процентную ставку (ставку дисконтирования) подбирают примерно равной ставке дохода от предполагаемых альтернативных финансовых инвестиций, которые по риску примерно соответствуют вложениям в данное вновь создаваемое предприятие. Ставка дисконтирования по рискованным проектам должна быть больше, чем по абсолютно надежным. Таким образом, метод приведения денежных сумм к сопоставимому виду заключается в оценке этих сумм с применением обоснованной процентной ставки. И лишь в том случае, когда про-

центная ставка на капитал превышает уровень инфляции, инвестор действительно получает определенное вознаграждение. Таким образом, сумму начисленных процентов можно рассматривать как состоящую из двух частей: компенсации потерь от инфляции и подлинного вознаграждения инвестора за вложенный капитал. Учитывая изложенное, можно сделать вывод, что в процессе дисконтирования будущая денежная сумма оказывается очищенной не только от предполагаемого вознаграждения за вложенный капитал, но и от инфляционной составляющей.

Показатель «общий финансовый итог от реализации проекта, чистое современное значение» (net present value, **NPV**) представляет собой сумму дисконтированных финансовых итогов за все годы проекта, считая от даты начала инвестиций:

$$NPV = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} = \sum_{k=0}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k},$$

где

CF_i – чистый денежный поток;

r – стоимость капитала, привлеченного для инвестиционного проекта.

Термин «чистое» имеет следующий смысл: каждая сумма денег определяется как алгебраическая сумма входных (положительных) и выходных (отрицательных) потоков. Например, если во второй год реализации инвестиционного проекта объем капитальных вложений составляет 15 000 руб., а денежный доход в тот же год – 12 000 руб., то чистая сумма денежных средств во второй год составляет 3 000 руб.

В соответствии с сущностью метода современное значение всех входных денежных потоков сравнивается с современным значением выходных потоков, обусловленных капитальными вложениями для реализации проекта. Разница между первым и вторым есть чистое современное значение, величина которого определяет правило принятия решения.

Для определения **NPV** определяется современное значение каждого денежного потока, входного и выходного; суммируются все дисконтированные значения элементов денежных потоков и определяется критерий **NPV**; производится принятие решения (для отдельного проекта: если **NPV** больше или равно нулю, то проект принимается; для нескольких альтернативных проектов: принимается тот проект, который имеет большее значение **NPV**, если только оно положительное).

Показатель «внутренняя норма прибыльности, доходности», или поверочный дисконт (internal rate of return, **IRR**) представляет собой поверочный дисконт, при котором отдача от инвестиционного проекта равна первоначальным инвестициям в проект; это такое значение показателя дисконта, при котором современное значение инвестиции равно современному значению потоков денежных средств за счет инвестиций, или значение показателя дисконта, при котором обеспечивается нулевое значение чистого настоящего значения инвестиционных вложений.

Экономический смысл внутренней нормы прибыльности состоит в том, что это такая норма доходности инвестиций, при которой предприятию одинаково эффективно инвестировать свой капитал под **IRR** процентов в какие-либо финансовые инструменты или

произвести реальные инвестиции, которые генерируют денежный поток, каждый элемент которого в свою очередь инвестируется по **IRR** процентов.

Математическое определение внутренней нормы прибыльности предполагает решение следующего уравнения:

$$\sum_{j=1}^n \frac{CF_j}{(1+IRR)^j} = INV,$$

где

CF_j – входной денежный поток в *j*-й период;

INV – значение инвестиции.

Решая это уравнение, находят значение **IRR**. Если значение **IRR** выше или равно стоимости капитала, то проект принимается; если значение **IRR** меньше стоимости капитала, то проект отклоняется.

Показатель выгодности инвестиций (profitability index, **PI**) – это отношение отдачи капитала к вложенному капиталу.

Правило **PI**: принимаются инвестиционные проекты, в которых значение **PI** превышает единицу.

Показатель «период окупаемости инвестиций» (pay-back period, **PB**) обозначает период, за который отдача на капитал достигает значения суммы первоначальных инвестиций. Под отдачей на капитал в случае реальных инвестиций (инвестиции в материальные активы) понимается сумма дисконтированных финансовых итогов по годам, подсчитанная без первоначальных инвестиций.

Суть всех показателей оценки эффективности инвестиций базируется на следующей простой схеме: Исходные инвестиции при реализации какого-либо проекта генерируют денежный поток **CF₁, CF₂, ..., CF_n**. Инвестиции признаются эффективными, если этот поток достаточен для возврата исходной суммы капитальных вложений и обеспечения требуемой отдачи на вложенный капитал.

Указанные выше показатели используются в двух вариантах:

- для определения абсолютной эффективности инвестиционных проектов, когда делается вывод о том, принять проект или отклонить;
- для определения эффективности взаимоисключающих друг друга проектов (сравнительная эффективность), когда делается вывод о том, какой проект принять из нескольких альтернативных.

При определении эффективности проектного финансирования в обязательном порядке учитывается и качественная составляющая объектов проектного финансирования – инвестиционных проектов. Качество объектов проектного финансирования в настоящей статье подразумевает как качество самого проекта (его методологию, инвестиционно-техническую, проектно-сметную, строительную и иную документацию), так и качество реализации проектного финансирования при производстве продукта, работ, оказании услуг. Так, по данным проверок Федерального агентства по строительству и жилищно-коммунальному хозяйству, выполненных в 2008 г., из 400 строящихся инвестиционных объектов только лишь восемь, то есть 2%, удовлетворяют требованиям градостроительных норм и экологических стандартов.

С учетом вышеизложенного, эффективность проектного финансирования **Эпр** автором выражена в виде следующей функциональной зависимости ряда переменных:

$$Эпр = \sum \{ псм \} пэ \{ фо \} ук \{ др \},$$

где

лсм – наличие обученного персонала на стадии инвестиционной фазы, выполняющего подрядные и субподрядные строительные-монтажные работы. В сметно-финансовых расчетах необходимо предусматривать и осуществлять расходы на подготовку и обучение по всем требуемым специальностям строительно-монтажного профиля. Сегодня наблюдается дефицит таких специальностей. Зарботки крановщиков, например, доходят до 100 тыс. руб. в месяц. Непрофессионализм специалистов обходится дорого. К примеру, ошибки монтажа электрической схемы Большого адронного коллайдера стоились более 7 млрд. долл. США вывели из строя на год работу этого сооружения;

лэ – персонал на стадии эксплуатационной фазы подготовки и реализации проекта.

фо – финансовое бесперебойное обеспечение проекта на всех фазах инвестиционного цикла – от зарождения идеи до сдачи актива «под ключ» и его дальнейшего использования;

оа – обеспечение строительно-монтажных и производственных процессов оборотными активами – средствами и предметами труда, т.е. необходимыми видами производственных ресурсов;

ик – формирование благоприятного инвестиционного климата через систему правовых норм и правил, интеграции проектного финансирования в глобальную финансовую и хозяйственную системы. Приходится констатировать неразвитость инвестиционного поля в Российской Федерации, что зачастую ведет не к притоку, а к оттоку инвестиций с финансового рынка РФ;

др – другие факторы, влияющие на финансирование.

Таким образом, проектное финансирование – это многофакторная модель со сложными финансовыми, организационно-техническими и другими связями.

Ниже рассмотрены предлагаемые автором настоящей статьи конкретные модели определения эффективности проектного финансирования в реальном секторе экономики с использованием подходов и методов, принятых в теории и практике оценочной деятельности.

Имущественная модель определения эффективности проектного финансирования

Эта модель базируется на определении совокупных затрат, связанных с разработкой и реализацией инвестиционного проекта. Все расчеты в основном базируются на смете затрат по всем фазам инвестиционного цикла проекта на новой сметно-нормативной базе. Оценка стоимости проекта по имущественной модели может быть выполнена как прямым счетом, так и другими принятыми в российской практике методами.

При расчетах, определении эффективности проектного финансирования в реальном секторе экономики автор статьи исходил из основополагающего принципа коммерческой деятельности, что полученные совокупные финансовые результаты от реализации любого коммерческого проекта должны превосходить произведенные затраты.

Другой концептуальный подход состоит в том, что проектные параметры эффективности, определенные бизнес-планом, должны подтверждаться реальной

практикой реализации бизнес-проекта. Исходя из изложенного, следует, что любой метод данной модели определения эффективности финансирования инвестиционного проекта предполагает детальный и, возможно, более полный учет всех видов затрат. Следовательно, определение и оценка эффективности проектного финансирования должна включать, с учетом в том числе и формата договорных отношений, имущественную модель к оценке эффективности в реальном секторе экономики. Под имущественной моделью понимается совокупность методов оценки стоимости объектов проектного финансирования, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объектов проектного финансирования (с учетом, при необходимости, их накопленного износа).

При имущественной модели определения эффективности проекта могут быть использованы различные методы и сметно-финансовые расчеты с использованием новой нормативной базы, укрупненные показатели восстановительной стоимости, расчеты по восстановительной стоимости и стоимости замещения.

Существует множество методов определения стоимости и эффективности проектного финансирования в зависимости от используемых в проекте активов недвижимого имущества, машин, оборудования и транспортных средств, объектов интеллектуальной собственности, других активов.

Автором систематизированы, апробированы и предлагаются к практическому использованию следующие методы имущественной модели проектного финансирования (табл. 1).

Из-за ограничений, накладываемых на объем статьи, автор ограничился лишь перечислением методов определения эффективности в рамках затратной (имущественной) модели проектного финансирования. Расчет эффективности проектного финансирования по каждой из вышеперечисленных моделей имеет свою специфику и, в силу вышеупомянутых ограничений, не представлен.

Рыночная модель определения эффективности проектного финансирования

В рыночной (сравнительной) модели для определения эффективности проектного финансирования, анализируются данные о сравнимых проектах, фактических и предполагаемых продажах, цены предложений на аналогичные продукты, услуги и в целом проекты. Использование рыночной модели зависит от наличия данных по сравниваемым вариантам проектов, обращающимся на рынке.

Таким образом, данная модель основана на использовании информации по отдельным сопоставимым проектам. Под сопоставимыми проектами понимаются проекты, которые представляют собой базу для оценки со сравниваемыми проектами. Аналоги проектов выбираются в тех же отраслях и сегментах рынка (отечественных и зарубежных), что и оцениваемые.

При определении эффективности проектного финансирования с использованием рыночной (сравнительной) модели проектного финансирования могут быть использованы апробированные автором нижеизложенные в табл. 2 методы.

**МЕТОДЫ ИМУЩЕСТВЕННОЙ МОДЕЛИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ
ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ**

Группа методов	Методы
Методы определения эффективности нематериальных активов (НМА) и объектов интеллектуальной собственности на стадии проектного финансирования	Метод стоимости создания, или метод произведенных затрат; метод выигрыша в себестоимости; метод бухгалтерского учета; метод справедливой стоимости; метод полного учета затрат на создание и реализацию НМА
Методы определения эффективности земельных участков на стадии проектного финансирования	Метод затрат на инфраструктуру; метод величины убытков и потерь в связи с изъятием земельного участка; метод оценки воздействия на окружающую среду с помощью стоимости воссоздания (воспроизводства, замещения); метод по оценке и возмещению вреда, нанесенного окружающей природной среде в результате экологических нарушений (методические указания); метод определения предотвращенного экологического ущерба (временная методика); метод воздействия на окружающую среду с помощью изменения в производительности; метод оценки воздействия на окружающую среду на основе анализа «затраты – эффективность»; метод косвенной оценки по превентивным расходам; метод оценки воздействия на окружающую среду с помощью затрат на перемещение; метод оценки воздействия на окружающую среду с помощью «теневых проектов»; метод прямой нерыночной оценки на основе транспортно-путевых затрат; метод нерыночной косвенной (субъективной) оценки через товары-заменители; метод прямой нерыночной (субъективной) оценки на основе готовности платить; метод прямой нерыночной оценки на основе гедонического ценообразования; метод чистой цены; метод издержек пользователя; метод текущей стоимости; метод рыночной оценки возобновляемых ресурсов при изменяющихся во времени показателях эксплуатации; метод экономической оценки охраняемых территорий и др.
Специальные методы оценки стоимости земельных участков, обусловленные спецификой российской экономики	Метод нормативной цены земли; кадастровая оценка земли; метод аллокации или подобия, применяемый в международной практике оценки земли, и др.
Методы определения эффективности объектов недвижимости на стадии проектного финансирования	Метод балансовой стоимости / книжного остатка; метод восстановительной стоимости / стоимости воспроизводства; метод стоимости замещения; метод количественного анализа; метод разбивки по компонентам; метод сравнительной единицы; индексный метод (с использованием индексов-дефляторов и индексов пересчета Госкомстата РФ); метод 50 x 50; метод разбиения на виды износа; метод срока жизни; метод инвентаризационной стоимости; метод ликвидационной стоимости; метод справедливой стоимости / МСФО и МСО; метод управленческих решений; метод прямой оценки текущей восстановительной стоимости / переоценка; ряд других методов, учитывающих специфику российского рынка
Методы определения эффективности машин и оборудования на стадии проектного финансирования:	Метод балансовой стоимости / книжного остатка; метод количественного анализа; метод разбивки по компонентам; метод сравнительной единицы; индексный метод (с использованием индексов-дефляторов и индексов пересчета Госкомстата РФ); метод разбиения на виды износа; метод срока жизни; метод ликвидационной стоимости; метод справедливой стоимости / МСФО и др.
Методы определения эффективности транспортных средств на стадии проектного финансирования	Метод оценки стоимости поврежденных транспортных средств, стоимости их восстановления и ущерба от повреждения, разработанный Государственным научно-исследовательским институтом автомобильного транспорта (НИИАТ); метод воспроизводства с учетом накопленного износа; метод срока жизни (на базе величины пробега автомашины); метод поэлементного (поагрегатного) расчета; метод затрат на ремонтно-восстановительные работы; метод Государственного научного центра РФ «НАМИ» (ГНЦ РФ НАМИ); метод определения цены разукрупленного транспортного средства; метод балансовой стоимости / книжного остатка; метод сравнительной единицы; метод ликвидационной стоимости; метод справедливой стоимости / МСФО

Группа методов	Методы
Методы определения эффективности прочих активов на стадии проектного финансирования, таких как: объекты незавершенного строительства; многолетние насаждения; инструмент, производственный и хозяйственный инвентарь и принадлежности; оборотные активы; финансовые активы	-

Таблица 2

МЕТОДЫ РЫНОЧНОЙ (СРАВНИТЕЛЬНОЙ) МОДЕЛИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Группа методов	Методы
Методы определения эффективности нематериальных активов (НМА) и объектов интеллектуальной собственности на стадии проектного финансирования	Метод отраслевых реестров данных; метод сопоставлений; метод рейтинга / ранжирования; метод эвристики (Бегунка); метод отраслевых коэффициентов; метод сравнения продаж
Методы определения эффективности земельных участков на стадии проектного финансирования	Метод сопоставимых продаж; метод распределения / метод абстракции вклада или контрибуции (соотнесения); метод выделения / метод изъятия или экстракции
Специальные методы оценки стоимости земельных участков (см. методы имущественной модели)	-
Методы определения эффективности объектов недвижимости на стадии проектного финансирования	Метод отраслевой статистики / сопоставлений; метод сравнительного анализа продаж (включая парные продажи); метод общей группировки / поправок; метод рынка капитала / компании – аналога / ценовых мультипликаторов; метод валового рентного мультипликатора; метод удельной стоимости; метод конкурсной массы; метод сделок, предложений о покупке; метод отраслевых коэффициентов / правило «золотого сечения»
Методы определения эффективности машин и оборудования на стадии проектного финансирования	Метод отраслевой статистики / сопоставлений; метод сравнительного анализа продаж (включая парные продажи); метод общей группировки / поправок
Методы определения эффективности транспортных средств на стадии проектного финансирования	Метод прямого сравнения продаж; метод статистических и параметрических моделей; метод индексации первоначальной стоимости; метод расчета таможенных платежей; метод моделирования по удельным ценовым показателям
Методы определения эффективности прочих активов на стадии проектного финансирования, таких как: объекты незавершенного строительства; многолетние насаждения; инструмент, производственный и хозяйственный инвентарь и принадлежности; оборотные активы; финансовые активы	-

Из-за ограничений, накладываемых на объем статей, автор ограничился лишь перечислением методов определения эффективности в рамках рыночной (сравнительной) модели проектного финансирования. Расчет эффективности проектного финансирования по каждой из вышеперечисленных моделей имеет свою специфику и, в силу вышеупомянутых ограничений, не представлен.

Особо следует остановиться на рейтинговой оценке эффективности проектного финансирования в реальном секторе экономики. Рейтинговая оценка, ее объективность и важность, ее необходимость – предмет дискуссий. В то же время, особенно в русле финансовых неурядиц (спада), когда даже крупнейшие рейтинговые агентства не смогли предугадать наступление финансового кризиса, ряд видных западных финансовых аналитиков сомневается в необходимости и целесообразности функционирования института рейтинговой оценки. В РФ появление рейтинговых агентств общественным мнением воспринимается положительно. Автор полагает целесообразным и финансово обоснованным создать такой финансовый инструмент,

как рейтинг проектов с разработкой финансового механизма рейтинга, индексов (буквенных и цифровых), то есть единых отечественных правил и стандартов рейтинговых оценок по образу и подобию рейтингов предприятий и организаций реального сектора экономики. Это позволит стимулировать финансовые вложения в проекты, всю финансовую структуру проектного финансирования в целом. В качестве варианта предлагается разделять инвестиционные проекты на классы по величине рейтинга надежности. Такое разделение проектов по классам облегчает принятие решения о приоритетности и условиях финансирования конкретного проекта. Кроме того, разделение проектов на классы с применением рейтинговой оценки может использоваться для мониторинга реализации инвестиционных проектов, своевременного обнаружения ухудшений хода проектного финансирования и принятия мер к снижению и локализации выявленных рисков – факторов. Рейтинговая оценка в данном случае должна базироваться на совокупности приведенных в инвестиционных проектах и их бизнес-планах расчетов.

Доходная модель определения эффективности проектного финансирования

Эта модель представляет собой расчетную модель текущей стоимости всех будущих чистых доходов, которые принесет данный инвестиционный проект. Другими словами, инвестор финансирует проект сегодня в обмен на право получать в будущем доход от его коммерческой эксплуатации.

Процесс определения текущей стоимости будущих доходов или капитализации потока доходов основан на принципе ожидания (будущих доходов).

Специфика доходной модели при проектном финансировании, по мнению автора, заключается во временном лаге между временем разработки инвестиционного проекта с уровнем цен на дату разработки, связанными с этим затратами и периодом реализации проекта в будущем – в новых рыночных условиях с иным масштабом цен.

Международная практика оценки эффективности инвестиций базируется, как было отмечено выше, на концепции временной стоимости денег. Данная концепция применена автором настоящей статьи при разработке доходной модели проектного финансирования. Основными принципами указанной модели являются:

- оценка эффективности использования инвестируемого капитала производится путем сопоставления денежного потока (cash flow), который формируется в процессе разработки и реализации инвестиционного проекта. Проект признается эффективным, если обеспечивается возврат исходной суммы инвестиций и требуемая прибыльность для инвесторов, предоставивших капитал, а также обеспечивается внутренняя норма прибыльности, показатель выгодности инвестиций, период окупаемости инвестиций,

общий финансовый итог от реализации проекта в фазе разработки и эксплуатации проекта;

- инвестируемый капитал, равно как и денежный поток, приводится к настоящему времени или к определенному расчетному году путем процедуры дисконтирования;
- процесс дисконтирования инвестируемого капитала производится по различным ставкам дисконта, которые определяются в зависимости от особенностей инвестиционных проектов; при определении ставки дисконта учитываются структура инвестиций и стоимость отдельных составляющих капитала.

При определении эффективности проектного финансирования с использованием доходной модели проектного финансирования могут быть использованы апробированные автором нижеизложенные в табл. 3 методы.

Как было сказано выше, из-за ограничений, накладываемых на объем, автор ограничился лишь перечислением методов определения эффективности в рамках доходной модели проектного финансирования. Расчет эффективности проектного финансирования по каждой из вышеперечисленных моделей имеет свою специфику и, в силу вышеупомянутых ограничений, в статье не представлен.

Модель с учетом специфики бизнеса

Она учитывает отраслевые, интеллектуальные, профессиональные, маркетинговые, экологические, маргинальные, страновые, территориальные, социальные, фьючерсные, кризисные, производственные и многие другие особенности бизнес-проекта. Должно учитываться все, что влияет на экономические, финансовые показатели и, в конечном итоге, на эффективность вложения финансовых ресурсов в разработку и реализацию проекта.

Таблица 3

МЕТОДЫ ДОХОДНОЙ МОДЕЛИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Группы методов	Методы
Методы определения эффективности нематериальных активов (НМА) и объектов интеллектуальной собственности на стадии проектного финансирования	Метод роялти (метод освобождения от роялти); метод дисконтирования / капитализации преимущества в доходах; метод дисконтирования / капитализации экономии затрат; метод избыточной прибыли; метод преимущества в прибылях; метод дисконтирования денежных потоков
Методы определения эффективности земельных участков на стадии проектного финансирования	Метод капитализации земельной ренты; метод остатка для земли; метод предполагаемого использования
Специальные методы оценки стоимости земельных участков (см. методы имущественной модели)	-
Методы определения эффективности объектов недвижимости на стадии проектного финансирования	Метод прямой капитализации дохода; метод валовой ренты; метод капитализации заемного и собственного капитала (метод Эллвуда); метод равномерно-аннуитетного возмещения капитала (метод Инвуда); метод Хоскольда; метод дисконтирования денежных потоков
Методы определения эффективности машин и оборудования на стадии проектного финансирования:	Метод прямой капитализации дохода; метод финансовой аренды или лизинга; метод капитализации заемного и собственного капитала; метод дисконтирования денежных потоков
Методы определения эффективности транспортных средств на стадии проектного финансирования	Метод дисконтирования денежных потоков; метод прямой капитализации дохода; метод финансовой аренды или лизинга; метод капитализации по заемному и собственному капиталу
Методы определения эффективности прочих активов на стадии проектного финансирования, таких как: объекты незавершенного строительства; многолетние насаждения; инструмент, производственный и хозяйственный инвентарь и принадлежности; оборотные активы; финансовые активы	-

Способ отражения перечисленных выше факторов как в итоговых показателях проекта, так и в реальных результатах происходит через такие финансовые инструменты, как индексы, коэффициенты, мультипликаторы, гудвилл, сценарные подходы и т.д.

Реально изменения показателей эффективности проектного финансирования с учетом специфики бизнеса могут быть учтены поправками при расчетах по имущественной, рыночной (сравнительной) либо доходной моделям эффективности.

Таким образом, модель с учетом специфики бизнеса реально учитывает как три вышеприведенных модели, так и специфику конкретного бизнес-проекта.

Эта модель основана на стремлении доверять общим представлениям, интуиции и знаниям предпринимателей. При таком подходе предприниматель ориентируется на свои ожидания относительно бизнеса в целом.

К обстоятельствам, принимаемым при использовании модели с учетом специфики бизнеса, относятся:

- необычность и специфичность объектов проектного финансирования, что существенно повышает их стоимость;
- уникальность (свойство редкости) объектов проектного финансирования с высокими потребительскими свойствами, превращающая их в товар с высокой ценой;
- отсутствие серьезных конкурирующих технологий;
- коммерческий риск;
- накопленный опыт организации бизнеса;
- имидж, репутация организации в РФ и за рубежом;
- наличие льгот и др.

Использование четырех моделей приводит к получению различных величин стоимости одного и того же проекта. После анализа результатов, полученных разными моделями, окончательная оценка эффективности проектного финансирования устанавливается, исходя из того, какая модель наиболее точно соответствует разрабатываемому объекту проектного финансирования (метод иерархий и весовых соотношений).

При определении эффективности проектного финансирования по имущественной и доходной моделям, а, частично, и по рыночной (сравнительной) модели, необходимо ориентироваться на социально направленное поведение даже в ущерб финансовым результатам.

Саляева Ольга Геннадьевна

Литература

1. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в России» №135-ФЗ от 29 июля 1998 г.
2. Грязнова А.Г., Федотова М.А. и др. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2005.
3. Дегтяренко В.Н. Оценка эффективности инвестиционных проектов. – М.: Экспертное бюро, 1997.
4. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2007. – 464 с.
5. Идрисов А.Б. Планирование и анализ инвестиций. – М.: Pro-Invest Consulting, 1995.
6. Крейннина М.Н. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. – М.: Дело и сервис, 1998.

Ключевые слова

Проектное финансирование, оценка эффективности, показатели эффективности, реальный сектор, инвестиционный проект, инвестирование, стратегические инвестиции, рыночная модель, имущественная модель, доходная модель.

РЕЦЕНЗИЯ

В статье рассматривается одна из актуальнейших сегодня проблем определения эффективности капиталобразующих инвестиций.

Проблемы, поднятые в статье, тем более важны в связи с разразившимся глобальным финансовым кризисом, когда важнейшими критериями развития экономики Российской Федерации, как и других стран с рыночной экономикой, становятся эффективность вложений в реальные капиталобразующие объекты.

Эффективность стратегического инвестирования автором статьи предложено рассчитывать как с позиций затрат на создание и реализацию (так называемая имущественная модель эффективности) и с позиций полученного дохода от эксплуатации (так называемая доходная модель), так и с позиций сравнительной (рыночной) модели и модели с учетом специфики бизнеса. Такой интегрированный подход является практически новым подходом к определению эффективности инвестиций, что делает данную статью исключительно актуальной как в реальное инвестирование, так и в разработку инвестиционных проектов и бизнес-планов при расходовании инвестиционных ресурсов.

Материал статьи изложен логически последовательно, а ее содержание достаточно полно раскрывает суть ее названия.

Положительной характеристикой статьи является ее методическая новизна, состоящая в предложении использовать модели определения эффективности проектного финансирования с учетом метода иерархий и весовых соотношений.

Выводы и предложения автора доказательны, научно аргументированы и могут послужить базой для конкретного использования в практической деятельности девелоперов, финансовых менеджеров, других работников инвестиционно-строительного комплекса.

Статья имеет определенную научную ценность и рекомендуется к публикации в открытой печати.

Севевица А.М., д.э.н., профессор Всероссийского института экономики минерального сырья и недропользования

3.6. MODELS OF DETERMINATION OF THE PROJECT FUNDING EFFICIENCY IN REAL SECTOR OF ECONOMY

O.G. Salyaeva, the Lecture of the «Finance and Credit»

*All-Russian State Tax Academy,
Ministry of Finance of the RF*

A new opinion identifying project funding efficiency in the real sector of economic system adjusted for tested in appraisal work approaches, transformed in cost-based, profitable, market models and model with a specific character of business is formulated in the article.

So long as author regards the real sector of economy the indicators of efficiency have been investigated concerning the strategy investment of capital and assets.

In this connection assets are investigated from the position of confrontation cost-based, profitable, market models and model with a specific character of business that lead to results close with a real assets value.

Literature

1. The federal law «About appraisal activity in Russian Federation» №135 - Fz from 29.07.1998.
2. A.G. Gryaznova, M.A.Fedotova. Business appraisal. M. Finance and statistic, 2005.
3. V.N. Degtyarenko. Appraisal of investment project efficiency. M., Expertnoe buro, 1997.
4. V.E.Esipov, G.A.Mahovikova, V.V.Terehova. Business appraisal. Second edition. - Spb., Piter, 2007.
5. A.B. Idrisov. Planning and analysis of investment. -M.: «Pro-Invest Consulting», 1995.
6. M.N. Kreynina. Financial management. M., Delo I Servis, 1998.

Keywords

Project funding, efficiency rating, efficiency index, real sector, investment project, investing, strategy investment, market model, cost-based model, profitable model.