

## КРИТЕРИИ ОТБОРА ПРОЕКТОВ ДЛЯ ИХ ЭФФЕКТИВНОЙ РЕАЛИЗАЦИИ НА УСЛОВИЯХ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Ильин И.В.

*Орловский государственный технический университет*

*Орел, Россия*

Проектное финансирование - это вид целевого предоставления денежных средств при формировании и использовании соответствующих денежных фондов, имеющий следующие особенности:

1. Применяется только к самокупающимся проектам, носящим коммерческий характер.
2. Применяется только к проектам, обособленным от имущества инициатора в проектную компанию со специальным режимом правоспособности и специальными целями существования.
3. Носит нерегрессивный, либо ограниченно-регрессивный характер.  
Как представляется, выбор между проектным и корпоративным финансированием должен быть основан на соотношении расходов и выгод от применения более сложной и капиталоемкой методики.

В соответствии с предложенным алгоритмом, проект следует реализовывать методом проектного финансирования в случае, если:

1. Проект прибылен.
  2. По условиям проекта требуется привлечение капитала, которое превышает финансовые возможности инициатора в отношении данного проекта.
  3. Существует интерес к проекту со стороны инвесторов и кредиторов.
  4. Затраты структурирования проекта не превышают выгоды от использования проектного финансирования.
- Основная часть исследований в соответствии с данным алгоритмом относится к стандартным предпроектным исследованиям:

1. Расчет NPV проекта, анализ эффективности инвестиций.
2. Определение доли участия инициатора в капитале проекта.
3. Привлечение инвесторов и кредиторов в проект, формирование и распространение информационного меморандума.

В то же время, определение затрат и выгод от структурирования проекта в отдельной проектной компании с нерегрессивным долгом затруднено спецификой данных затрат и выгод.

Величина расходов на структурирование может быть получена на практике калькулированием соответствующих статей планируемых затрат, либо воспользовавшись результатами экспертных оценок. Формула дисконтирования, представленная, с учетом приблизительной доли данных затрат в структуре инвестиций, примет вид:

$$3C = a \cdot \sum_{i=0}^N \frac{I_i}{(1+d)^i},$$

где:

$3C$  – затраты на структурирование проекта в отдельную проектную компанию;

$a \in [0,055; 0,11]$  - доля затрат на структурирование в общей стоимости проекта;

$I_i$  - инвестиции в периоде  $i$ ;

$d$  – ставка дисконтирования;

$i \in [0; N]$  - период инвестирования.

Выгоды от структурирования проекта в форме проектной компании, связанные с экономией агентских затрат, предлагается оценить на основе изменения показателей эффективности эксплуатационных издержек и оборачиваемости активов компании в зависимости от варианта структурирования проекта:

1. Отношение эксплуатационных затрат к выручке предприятия (ER):

$$ER = \frac{\text{Эксплуатационные затраты}}{\text{Выручка от реализации}}$$

Данный коэффициент может рассматриваться как характеристика агентских конфликтов между менеджментом и собственниками компании, показывая, насколько окупаются расходы на управление, как результативно менеджеры управляют производством, ориентированы ли они на увеличение доходов акционеров.

2. Отношение выручки к стоимости активов (TAT):

$$TAT = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Среднегодовая стоимость активов}}$$

В данном случае достигается охват агентских затрат, возникающих в результате следующих причин:

- некомпетентность менеджеров в принятии инвестиционных решений;
- рост премий, бонусов и прочих дополнительных выплат, приобретение непроизводственных активов в интересах менеджеров.

Чтобы структурирование было эффективно, величина агентских затрат для проектной компании должна быть меньше, чем величина агентских затрат для спонсорской корпорации. Для этого должны выполняться следующие условия:

$$ER_{\Pi} < ER_C,$$

где:

$ER_{\Pi}$  - отношение эксплуатационных затрат к выручке проектной компании;

$ER_C$  - отношение эксплуатационных затрат к выручке спонсорского предприятия.

$$TAT_{\Pi} > TAT_C,$$

где:

$TAT_{\Pi}$  - отношение выручки к стоимости активов проектной компании;

$TAT_C$  - отношение выручки к стоимости активов спонсорского предприятия.

Тогда экономия на агентских затратах (ЭАЗ) при структурировании проекта в отдельной компании может быть определена следующим образом:

$$\text{ЭАЗ} = (ER_C - ER_{\Pi}) \cdot B_{\Pi} + (TAT_{\Pi} - TAT_C) \cdot A_{\Pi},$$

где:

ЭАЗ – экономия на агентских затратах;

$B_{\Pi}$  - выручка проектной компании;

$A_{\Pi}$  - среднегодовая стоимость активов проектной компании.

С учетом фактора времени, экономия на агентских затратах может быть определена по формуле:

$$\text{ЭАЗ} = \sum_{i=0}^N \frac{\text{ЭАЗ}_i}{(1+d)^i},$$

где:

$\text{ЭАЗ}_i$  - экономия на агентских затратах в периоде  $i$ .

Эффект от формирования структуры проектного финансирования рассчитаем по формуле:

$$\text{Э} = \text{ЭАЗ} - \text{ЗС},$$

где:

Э – эффект от формирования структуры проектного финансирования.

Эффективность применения проектного финансирования:

$$K_{\text{Э}} = \frac{\text{ЭАЗ}}{\text{ЗС}},$$

где:

$K_{\text{Э}}$  - коэффициент эффективности применения проектного финансирования по сравнению с корпоративным финансированием.

---

Работа представлена на заочную электронную конференцию «Современные инвестиционные и финансовые технологии», 15-20 апреля 2008 г. Поступила в редакцию 02.09.2008.