

**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 самоокупающимся 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:

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

где  $C\tilde{N}$  – 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):

$$ER = \frac{\sum_{i=0}^N \text{э} \text{о} \text{д} \text{а} \text{т} \text{а} \text{ц} \text{и} \text{о} \text{н} \text{н} \text{ы} \text{е} \text{ з} \text{а} \text{т} \text{р} \text{а} \text{т} \text{ы}}{\sum_{i=0}^N \text{в} \text{ы} \text{р} \text{у} \text{ч} \text{к} \text{а} \text{ п} \text{р} \text{е} \text{д} \text{п} \text{р} \text{и} \text{я} \text{т} \text{ия}}.$$

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):

$$TAT = \frac{\hat{A}_i \cdot \hat{D}_i}{\hat{N}_i \cdot \hat{A}_i}$$

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:

$$\hat{Y}_{\Delta C} = (ER_{\tilde{N}} - ER_{\tilde{I}}) \cdot \hat{A}_{\tilde{I}} + (TAT_{\tilde{I}} - TAT_{\tilde{N}}) \cdot \hat{A}_{\tilde{I}},$$

где ЭАЗ – экономия на агентских затратах;  $\hat{A}_{\tilde{I}}$  - выручка проектной компании;  $\hat{A}_{\tilde{I}}$  - среднегодовая стоимость активов проектной компании.

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

$$\hat{Y}_{\Delta C} = \sum_{i=0}^N \frac{\hat{Y}_{\Delta C_i}}{(1+d)^i},$$

где  $\dot{Y}\dot{A}\dot{C}_i$  - экономия на агентских затратах в периоде  $i$ .

Эффект от формирования структуры проектного финансирования рассчитаем по формуле:

$$\dot{Y} = \dot{Y}\dot{A}\dot{C} - \dot{C}\dot{N},$$

где  $\dot{E}$  – эффект от формирования структуры проектного финансирования.

Эффективность применения проектного финансирования:

$$\hat{E}\dot{Y} = \frac{\dot{Y}\dot{A}\dot{C}}{\dot{C}\dot{N}},$$

где  $\hat{E}\dot{Y}$  - 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 г.