Саляева Ольга Геннадьевна. Финансово-экономические основы проектного финансирования в реальном секторе экономики : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Саляева Ольга Геннадьевна; [Место защиты: Всерос. гос. налоговая акад. М-ва финансов РФ].- Москва, 2009.- 201 с.: ил. РГБ ОД, 61 09-8/3229

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретический базис проектного финансирования 11

1.1. Концепция проектного финансирования в Российской Федерации 11

1.2. Проектное финансирование как условие модернизации финансовой системы Российской Федерации 31

1.3. Финансовые инструменты инвестиционного проектирования в сфере реальных инвестиций 51

Глава 2. Определение стоимости инвестиционного проекта и его эффективности 55

2.1. Модели определения стоимости инвестиционного проекта и его эффективности в реальном секторе экономики 55

2.2. Проектно- финансовые пулы и федеральная поддержка системы проектного финансирования 75

2.3. Интеграция и глобализация в реализации приоритетных инвестиционных проектов 84

Глава 3. Повышение эффективности проектного финансирования в капиталообразующих бизнес-процессах 94

3.1. Риски проектного финансирования и их минимизация 94

3.2. Определение стоимости инвестиционного проекта «Лирсог» и его эффективности 113

3.3. Направления совершенствования системы проектного финансирования

Заключение 154

Список использованной литературы 157

Приложения 170

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Создание материального базиса реального сектора экономики в современной России, повышение инновационного и интеллектуального потенциала страны превратилось сегодня в достаточно серьезную народно-хозяйственную проблему, поскольку экономика является до сих пор скорее сырьевой, чем инновационной, реальных крупных инвестиционных проектов реализуется мало, система финансирования инновационного потенциала страны путем создания инвестиционных проектов также развита слабо.

Неопределенность ситуации в системе проектного финансирования отражается на состоянии дел и на рынке реальных инвестиций. Четкую позицию курса Правительства высказал Премьер-министр страны В.В.Путин 04.12.2008 года, заявивший о приоритетной поддержке реального сектора экономики. Это подтверждает исключительную актуальность разработки соответствующих сегодняшним условиям финансовых механизмов и инструментов, методов и моделей определения стоимости инвестиционного проекта и его эффективности в реальном секторе экономики, повышения эффективности проектного финансирования в капиталообразующих бизнес-процессах, вложения средств в первую очередь в структурные проекты с высокими финансовыми результатами.

Развитие и дальнейшее совершенствование системы проектного финансирования в современных условиях ведения бизнеса тем более актуально, что в стране пока отсутствуют реальные условия для развития системы проектного финансирования как развитого направления финансового менеджмента.

Концепция развития страны до 2020 года базируется на так называемых пяти «И»- институты, инвестиции, инфраструктура, инновации, интеллект. Все это, особенно инвестиции и инновации, имеет самое непосредственное отношение к теме исследования, вытекающих из этого теоретических и методических положений и должно быть реализовано в практической финансово-экономической деятельности субъектов системы проектного финансирования.

Все вышеизложенное и характеризует исключительную актуальность выбранной для исследования темы, ее значимость как в теоретическом, так и в прикладном аспектах.

Степень разработанности проблемы исследования. Вопросам разработки и реализации инвестиционных проектов в качестве объектов проектного финансирования посвящены работы В.В. Коссова, И.В. Липсица, А.А. Сергеева, М.В. Чиненова и др.

Исследование вопросов стоимостной оценки предприятий нашло свое отражение в трудах С.В. Валдайцева, В.В. Григорьева, А.Г. Грязновой, В.Е. Есипова, Т. Коллера, Т. Коупленда, Г.А. Маховиковой, М. Миллера, Ф. Модильяни, Дж. Муррина, Ш. Пратта, В.М. Рутгайзера, В.В. Терехова, М.А. Федотовой,  
Д. Фишмена, К. Уилсона и др.

Результаты исследования вопросов управления, анализа и оценки эффективности инвестиций отражены в трудах отечественных и зарубежных ученых: В. Беренса, Н.В. Игошина, А.Б. Идрисова, В.М. Павлюченко, П.М. Хавранека, В.З. Черняка, В.Д. Шапиро, А.Д. Шеремета и др.

Рассмотрению проблем проектного финансирования и управления рисками посвящены труды таких ученых, как А.Э. Баринов, Б.С. Ирниязов, В.Ю. Катасонов, Д.С. Морозов, В.Н. Шенаев и др.

Данные работы сыграли определенную роль в формулировании теоретических основ проектного финансирования в Российской Федерации. Однако большая часть работ посвящена преимущественно проблемам финансового анализа и финансового менеджмента, определению эффективности инвестиционных проектов на стадии инвестиционной фазы и не затрагивает всего комплекса проблем проектного финансирования.

До сих пор теоретически мало изучены и практически проработаны такие важнейшие аспекты проектного финансирования, как концепция проектного финансирования применительно к условиям модернизации финансовой системы Российской Федерации; разработка финансовых механизмов и инструментов, моделей и методов определения стоимости инвестиционного проекта и его эффективности; схемы проектного финансирования конкретных инвестиционных проектов; интеграция и глобализация в реализации приоритетных инвестиционных проектов и программ; детализация вопросов минимизации рисков проектного финансирования. Это в конечном итоге и определило предметную часть диссертационного исследования.

Цель и задачи диссертационной работы. Цель диссертационной работы заключается в модификации финансово-экономических основ проектного финансирования для создания конкурентоспособного инновационного потенциала реального сектора в современных условиях рыночной экономики.

Поставленная цель потребовала решения следующих задач:

изучить теоретический базис и сформулировать концепцию проектного финансирования в реальном секторе российской экономики;

разработать методический подход к определению стоимости инвестиционного проекта и его эффективности в реальном секторе экономики с применением адекватных моделей расчетов;

раскрыть содержание новых способов финансирования и реализации инвестиционных проектов через различные организационно-правовые формы с учетом поддержки системы проектного финансирования на федеральном и региональном уровнях;

разработать классификацию рисков проектного финансирования с систематизацией различных видов риск-факторов;

обосновать модели определения стоимости инвестиционного проекта и его эффективности на конкретном примере;

выявить основные трудности и предложить конкретные направления совершенствования системы проектного финансирования в реальном секторе экономики.

Объектом исследования являются инвестиционные проекты и условия их разработки, стадии инвестиционного цикла, определение стоимости инвестиционного проекта и его эффективности в реальном секторе экономики.

Предметом исследования является совокупность взаимоотношений по поводу функционирования системы проектного финансирования в реальном секторе экономики.

Теоретико-методологической основой исследования послужили научные труды, учебные пособия, специальная финансовая и экономическая литература отечественных и зарубежных ученых и практиков по проблемам финансового менеджмента, разработки, оценки и реализации инвестиционных проектов, определения эффективности инвестиций; материалы научно-исследовательских работ и практической деятельности инвестиционных, риэлтерских и консалтинговых компаний и агентств. В диссертации использованы методы теории стоимости денег во времени (функции сложного процента), экономико-аналитического моделирования, системного анализа, статистики, метод аналогий, методы восстановления, замещения, сравнения продаж, капитализации доходов и финансовых результатов, дисконтирования денежных потоков, другие методы. Совокупность применяемых методов и подходов позволила обеспечить достоверность и обоснованность выводов и практических рекомендаций.

Информационную базу выполненной работы составили законодательные и нормативные акты органов власти Российской Федерации; статистические данные, опубликованные российскими официальными органами; данные информационно-аналитических и рейтинговых агентств: Росбизнесконсалтинг, Бизнес-FM, Блумберг, Дайджест отечественной и зарубежной недвижимости, центр «Индикаторы рынка недвижимости»; материалы, опубликованные на официальных сайтах правительственных и административных органов в сети Интернет; публикации, основанные на опыте проектного финансирования; материалы периодической печати и др.

Научная новизна исследования состоит в разработке моделей определения стоимости инвестиционного проекта и его эффективности с учетом сформулированной автором классификации рисков, источников проектного финансирования и предложений по совершенствованию системы проектного финансирования в реальном секторе экономики. Научная новизна базируется на информационной базе с использованием элементов современного моделирования.

Научная новизна подтверждена следующими научными результатами, выносимыми на защиту:

разработан методический подход к определению стоимости инвестиционного проекта и его эффективности в реальном секторе экономики с учетом используемых в практике оценочной деятельности подходов и методов, трансформированных в имущественную (затратную), сравнительную и доходную модели;

классифицированы риски проектного финансирования с систематизацией различных видов риск-факторов;

обоснована необходимость расширения источников финансирования и рассмотрения проектного финансирования как системы со множеством функций, направлений и задач;

сформулированы предложения по совершенствованию системы проектного финансирования в реальном секторе экономики.

Теоретическое значение диссертации заключается в развитии подходов и методов, формулировании конкретных моделей определения стоимости инвестиционного проекта и его эффективности в реальном секторе экономики, разработке финансовых инструментов проектного финансирования в целях совершенствования теоретического и научно-практического базиса проектного финансирования.

Практическая ценность исследования. Результаты диссертационного исследования могут быть внедрены в практику проектного финансирования, финансового менеджмента, что позволит повысить финансово-экономическую эффективность и качество принимаемых управленческих и проектных решений.

Основные предложения автора целесообразно использовать в высших учебных заведениях для совершенствования подготовки специалистов по специальности «Финансы и кредит».

Апробация основных результатов исследования. Основные результаты исследований автора используются в деятельности некоторых российских инвестиционных и консалтинговых компаний и других организаций, в частности: ООО «Голден консалтинг», проектной и инновационной структур Московского гуманитарного педагогического института, Региональной жилищной корпорации, ООО «Лирсот», группы компаний Калининградского института прямых инвестиций, научно-исследовательской лаборатории судебных экспертиз Московского университета МВД России и др. Материалы диссертации используются в лекционных материалах дисциплин: «Финансовый менеджмент», «Финансы организаций (предприятий)» ВГНА Минфина России.

Основные положения диссертации изложены в сборнике научных трудов Международной научно-практической конференции «Экономический и социально-философский потенциал современного общества: возможности, тенденции, перспективы развития».

Публикации. Различные аспекты исследуемой проблемы нашли отражение в научных статьях автора, опубликованных в периодических научных изданиях и сборниках научных трудов. Всего по результатам исследования опубликовано 8 работ общим объемом 7,8 п.л. (в том числе 7,1 – лично авторских).

Структура и логика изложения работы определены с учетом цели и задач исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, приложений. Общий объем работы составляет 170 страниц, 4 рисунка, 14 таблиц, 8 приложений. Библиография включает в себя 172 наименования.

Содержание

Введение.

## Концепция проектного финансирования в Российской Федерации

Роль и значение проектного финансирования как формы финансирования на основе активов, при которой предприятие финансирует отдельный набор активов на индивидуальной основе, имеют существенное значение для успешного функционирования реального сектора экономики. Проектное финансирование новым экономическим и юридическим словарем трактуется 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 . Термин «проектное финансирование» широкое теоретическое и практическое развитие получил в западных странах в 70-хх годах прошлого века. Возникновение его стало следствием интеграции и глобализации мировой финансовой системы, углубления международного разделения труда, повышения требований к инновационному и технологическому уровню бизнес- планов и проектов и др. Проектное финансирование, так же как и инвестиционное проектирование и бизнес- планирование за рубежом довольно широко распространено. , Масштабность большинства долгосрочных инвестиционных проектов обуславливает необходимость финансирования проекта в формате разнообразных источников и схем проектного финансирования. Исследование зарубежного опыта выявило настоятельную необходимость разработки и формирования различных схем финансирования инвестиционных проектов, что изложено в разделе 2.2. настоящего диссертационного исследования. Зарубежный опыт показывает, что максимальные сроки кредитования, приемлемые для европейских банков, составляют 10-15 лег. В США они, как правило, короче — 7—12 лет. Если сроки финансирования проектов оказываются недостаточными, тогда приходится адаптировать структуру финансирования к реальным возможностям кредиторов. Можно также воспользоваться услугами известных международных финансово-кредитных учреждений, таких, как: Мировой банк, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), Европейский инвестиционный банк (ЕИБ), Азиатский банк развития, Арабский валютный фонд, Африканский банк развития, Межамериканский банк развития, Ла гиноамериканский экспортный банк и ДР Как правило, для успешного выполнения проекта используются различные комбинации видов долгового и долевого, внешнего и внутреннего финансирования, гарантий и организационных структур, а также различные стандартные формы и схемы финансирования больших проектов. Примерами могут служить крупномасштабные инфраструктурные проекты (проекты строительства крупных электростанций, автомобильных и железных дорог, аэропортов и т.п.), как правило, с применением механизмов и схем типа «строй—владей—эксплуатируй» (BOO = «Build, Own and Operate»), «строй—эксплуатируй—передай право собственности» (ВОТ = Build, Operate and Transfer), «строй—-владей—передай право собственности и получай дивиденды» (ВОТ = Build, Own and Transfer) или комбинированные схемы «строительство - приобретение прав собственности -— эксплуатация — передача прав собственности и получение дивидендов» (BOOT = Build,Own, Operate and Transfer) и другие схемы финансирования, в процессе реализации которых часто происходит совмещение финансирования с ограниченным регрессом и финансирования под правительственные гарантии . Лидерами проектного финансирования за рубежом в 90-хх годах прошлого века являлись страны Юго-Восточной Азии. В настоящее время лидеров в проектном финансировании удерживают США и западно европейские страны.

## Модели определения стоимости инвестиционного проекта и его эффективности в реальном секторе экономики

Проектное финансирование является составной частью финансового менеджмента применительно ко всем фазам инвестиционного цикла. Поскольку в данном исследовании автор рассматривает реальный сектор экономики, показатели эффективности исследуются применительно к стратегическим инвестициям и капиталообразующим внеоборотным активам. При этом активы предлагается исследовать как с позиций затрат на создание и реализацию (так называемая имущественная модель определения эффективности) и с позиций полученного дохода от эксплуатации (так называемая доходная модель), так и с позиций сравнительной модели, с учетом специфики бизнеса. 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. Это позволяет финансировать только те проекты, которые имеют рыночную перспективу. Эффективность инвестиционного проектирования трактуется как категория, отражающая соответствие проекта, порождающего этот инвестиционный проект, целям и интересам участников проекта . Эффективность инвестиционного проекта может оцениваться как количественными, так и качественными характеристиками. 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 (Поверочный дисконт (Internal rate of return (IRR)); показатель выгодности инвестиций (Prefitability 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.

## Риски проектного финансирования и их минимизация

Как известно, риск трактуется как возможность возникновения таких условий, которые приведут к негативным последствиям для всех или отдельных участников проекта19. При учете рисков проектного финансирования необходимо руководствоваться одним общим правилом: чем выше степень риска, тем большие финансовые затраты необходимы на минимизацию этих рисков. Риски в проектном финансировании, их минимизация имеют свою существенную специфику. Детальное рассмотрение и учет рисков должно, по мнению автора, стать обязательным при разработке и реализации любого инвестиционного проекта. Проблема учета и минимизации рисков имеет исключительно важное значение в системе проектного финансирования. Особенно актуальное значение проблема рисков имеет в условиях глобального финансово- экономического кризиса, и касается это, в первую очередь, финансовых рисков, в совокупности и в комплексе с другими группами и видами рисков. В трудах ряда исследователей, занимающихся вопросами бизнес- планирования и инвестиционного проектирования, проблема управлениями рисками и их учета находит свое отражение. Так, признанные западные авторитеты в области оценки эффективности инвестиций П.М.Хавранек и В.Беренс классифицируют риски на: риски из-за рассмотрения недостаточного количества подобных проектов; вследствие неправильного толкования данных; в результате необъективного толкования данных и их оценке; из-за меняющейся внешней- по отношению к проекту- среды, в результате чего обесценивается значительная часть прошлого опыта; а также вследствие ошибок в анализе . Данная трактовка, конечно же, не полностью отражает имеющиеся в сфере проектного финансирования риски. В книге «Управление проектами» под редакцией В.Д.Шапиро несколько полнее представлена классификация рисков, однако, описание финансовых рисков в увязке с другими группами рисков и раскрытие их сути в данном труде отсутствует, включая риски проектного финансирования . Заслуживает внимания приведенная в книге А.Э.Баринова таблица видов кредитно- проектных рисков и некоторых способов их минимизации . С учетом специфики рассматриваемой проблемы, а так же с тем, что в последнее время растет число факторов неопределенности и нестабильности, автором диссертационного исследования разработана и предлагается к практическому использованию классификация рисков проектного финансирования, представленная! таблице 5, где систематизированы различные виды риск - факторов .