Щеглов, Сергей Владимирович. Формирование системы выбора источников проектного финансирования : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Щеглов Сергей Владимирович; [Место защиты: Сам. гос. аэрокосм. ун-т им. С.П. Королева].- Самара, 2011.- 175 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/2609

**Содержание к диссертации**

Введение

1. АНАЛИЗ ОСОБЕННОСТЕЙ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ 10

1.1. Финансы. Финансы организаций. Финансовая стратегия 10

1.2. Проект и его стадии. Проектное финансирование: понятие и сущность 25

1.3. Источники финансирования инвестиционного проекта и их место в финансовой стратегии проектной организации 43

2. ЭМИССИОННЫЕ СПОСОБЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ПРИ ПРОЕКТНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ 59

2.1. Вексельное кредитование при проектном финансировании 59

2.2. Размещение облигационного займа при проектном финансировании..78

2.3. Первичное публичное размещение акций при проектном финансировании 96

3. ДОЛГОВЫЕ СПОСОБЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ПРИ ПРОЕКТНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ 110

3.1. Самофинансирование, бюджетное финансирование, банковское кредитование при проектном финансировании 110

3.2. Лизинговое финансирование при проектном финансировании 128

3.3. Реализация оптимальной структуры капитала на примере проекта по строительству комплекса коммерческой и жилой недвижимости 140

РЕЗУЛЬТАТЫ И ВЫВОДЫ 158

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 160

ПРИЛОЖЕНИЕ А 172

**Введение к работе**

Эффективное управление коммерческой организацией является основным фактором, определяющим успех ее деятельности. Важнейшую роль в организационной системе управления играет управление финансами или финансовый менеджмент. При этом деятельность многих организаций осуществляется на основе реализации проектов, то есть по проектному принципу. Поэтому главной задачей, решаемой системой управления финансами на пути к достижению организационной цели, является привлечение финансовых ресурсов из различных источников для реализации инвестиционных проектов.

В последнее время наблюдается увеличение объемов необходимого финансирования инвестиционных проектов по всему миру, что связано с появлением более сложных и долгосрочных проектов. Вместе с тем, суммы требуемого для реализации таких проектов заемного финансирования являются значительными для многих кредиторов, к тому же в большинстве случаев займы носят необеспеченный характер, следовательно, участники проекта принимают на себя риски невозврата инвестиций. Анализ опыта реализации инвестиционных проектов показывает, что наиболее эффективным методом реализации проектов, позволяющим распределить и минимизировать риски проекта, признано проектное финансирование.

Российские компании, интегрируясь в мировое экономическое сообщество, также сталкиваются с необходимостью реализации крупных инвестиционных проектов. Однако на сегодняшний день в нашей стране указанная схема финансирования имеет малое распространение, либо ее реализация на практике не является эффективной вследствие недостатка практического опыта и теоретических знаний в данной области. В то же время проектное финансирование представляется наиболее удобным и зачастую единственно возможным способом привлечения финансирования в проект в связи с его высокими рисками и внушительными объемами капиталовложений.

Современное состояние финансовой науки представлено в учебно-методической литературе, вышедшей под редакцией Г.Н. Белоглазовой, О.В. Врублевской, Б.А. Колтынюка, А.С. Нешитого, М.В. Романовского, Б.М. Сабанти. При этом в России признание финансового менеджмента как науки, посвященной методологии и технике управления организационными финансами, произошло после публикации таких фундаментальных работ, как «Финансы» 3. Боди и Р. Мертона, «Принципы корпоративных финансов» Р. Брейли и С. Майерса, «Финансовый менеджмент» Ю. Бригхэма и М. Эрхардта, «Основы финансового менеджмента» Д.К. Ванхорна и Д.М. Ваховича.

В отечественной литературе развитие различных подходов финансового менеджмента связано с рядом научных трудов, авторами которых выступили ученые И.А. Бланк, В.В. Ковалев, Г.Б. Поляк, Е.С. Стоянова.

Теме инвестиций и финансирования проектов посвятили свои работы отечественные ученые В.В. Бочаров, Л.Л. Игонина, А.В. Лукашов, И.А. Никонова, Д.А. Шевчук. Численные методы, связанные с инвестицион-

ными проектами, рассмотрены учеными института проблем управления РАН, в частности в работах В.Н. Буркова, Д.А. Новикова, В.И. Воропаева, А.Д. Цвиркуна, В.К. Акинфиева. Среди зарубежных книг следует выделить работы «Настольная книга финансового директора» Стивена Брега и «Принципы проектного финансирования» Э.Р. Иескомба.

Однако существующая в настоящее время теория проектного финансирования недостаточно полно раскрывает способы взаимодействия участников проектного финансирования при привлечении средств из различных источников, а также в теории не представлена схема привлечения источников финансирования в финансовой стратегии проектной организации, учитывающая разные объемы требуемого финансирования при реализации различных проектов и возможность привлечения средств из соответствующего источника в зависимости от уровня развития организации.

Таким образом, разработка экономико-математического инструментария привлечения финансовых ресурсов из разных источников в рамках проектного финансирования с учетом особенностей современного состояния российской экономики является важной и актуальной задачей.

**Объект исследования.**Финансовые потоки и кругооборот капитала проектной организации в процессе реализации инвестиционного проекта в рамках проектного финансирования.

**Предмет исследования.**Способы оптимизации системы финансирования проектной организации при проектном финансировании.

**Область исследования.**Формирование эффективной системы проектного финансирования (п. 3.22. паспорта специальности).

**Цель работы.**Формирование эффективной системы проектного финансирования в финансовой стратегии проектной организации путем разработки совокупности схем взаимодействия участников и оптимизационных экономико-математических моделей привлечения финансовых источников в рамках проектного финансирования.

Для достижения сформулированной цели в работе решаются следующие задачи:

1. Исследование определений финансов, функций финансов, финансового менеджмента, финансовой стратегии, проекта, проектного финансирования, проектной организации.
2. Анализ жизненного цикла инвестиционного проекта и определение его основных составляющих, анализ структуры участников проектного финансирования, отражающей их взаимодействие на основе проектных контрактов, выявление особенностей, преимуществ и недостатков источников финансирования при проектном финансировании, определение их места в финансовой стратегии проектной организации.
3. Разработка схемы выбора источников проектного финансирования в финансовой стратегии проектной организации с учетом объема инвестируемых средств и в зависимости от уровня развития проектной организации, предполагающей определенную последовательность их привлечения.
4. Разработка схем взаимодействия участников проектного финансирования при использовании долговых и эмиссионных источников.
5. Разработка совокупности оптимизационных экономике-математических моделей использования финансовых источников в рамках проектного финансирования.
6. Практическая реализация оптимальной структуры капитала на примере проекта по строительству комплекса недвижимости.

**Методологическая и теоретическая основа диссертационного исследования.**

В работе использованы труды отечественных и зарубежных ученых и практиков, посвященные следующим проблемам: проблеме, связанной с управлением финансами в проектной организации в рамках проектного финансирования; проблеме оптимизации системы финансирования.

При решении поставленных задач в работе были использованы общенаучные методы: анализ, прогнозирование, планирование; методы финансового управления: кредитование, инвестирование, лизинг; а также методы теории оптимизации и экономико-математического моделирования.

**Научная новизна.**

В ходе исследования были получены новые научные результаты:

1. Сформирована система выбора источников проектного финансирования в финансовой стратегии проектной организации, учитывающая объем средств, необходимых для реализации проекта в зависимости от уровня развития проектной организации, и предполагающая определенную последовательность привлечения источников, в соответствии с которой инвестирование средств из каждого источника повышает возможность привлечения проектной организацией средств из каждого последующего источника (с. 50).
2. Разработаны схемы взаимодействия участников проектного финансирования при использовании эмиссионных финансовых источников, учитывающие особенности проектного финансирования и обеспечивающие наиболее эффективное использование инвестируемого капитала (с. 68, 87, 102).
3. Разработаны схемы взаимодействия участников проектного финансирования при привлечении долговых финансовых источников, учитывающие особенности проектного финансирования и обеспечивающие наиболее эффективное использование инвестируемого капитала (с. 113, 117, 130).
4. Сформирована совокупность оптимизационных экономико-математических моделей определения параметров финансовых источников в рамках проектного финансирования на основе максимизации критерия чистого дисконтированного дохода, которые позволяют определить объемы финансирования, размеры процентных, купонных или дивидендных платежей, время начала и окончания инвестирования, сроки привлечения и возврата заемных средств (с. 77, 94, 107, 127, 139).

**Теоретическая и практическая значимость работы.**

В результате проведенного исследования существующие в теории финансов и финансового менеджмента подходы по формированию эффективных систем проектного финансирования и способы оптимизации системы финансирования проектной организации дополнены схемой источников в финансовой стратегии проектной организации, которая позволяет определить на каждом уровне развития проектной организации наиболее доступный ис-

точник. Предложены схемы взаимодействия участников проектного финансирования, которые позволяют использовать эмиссионные и долговые источники с учетом особенностей проектного финансирования. Разработанная в диссертации совокупность оптимизационных экономико-математических моделей денежных потоков позволяет наладить регулярное поступление финансовых средств при разработке и реализации проекта и в течение периода эксплуатации увеличить совокупную прибыль, генерируемую проектом, за счет минимизации затрат по обслуживанию инвестированного капитала.

**Реализация результатов работы.**

Материалы исследований были применены в проектной организации «Многопрофильное предприятие МОСТ» в 2008-2010 годах.

**Апробация результатов исследования.**

Результаты исследования докладывались на:

1. Двадцать первой международной научно-технической конференции «Математические методы и информационные технологии в экономике, социологии и образовании» (Пенза, 2008 г.).
2. Третьей международной научно-методической конференции «Финансовый менеджмент» (Пенза, 2009 г.).
3. Шестой международной научно-практической конференции «Тати-щевские чтения: актуальные проблемы науки и практики» (Тольятти, 2009г.).
4. Четвертой международной научно-практической конференции «Логистика и экономика ресурсосбережения и энергосбережения в промышленности» (Самара, 2009г.).
5. Второй международной научно-практической конференции «Управление человеческими ресурсами - основа развития инновационной экономики» (Красноярск, 2009 г.).
6. Международной научно-практической конференции «Социально-экономические аспекты развития современного государства» (Саратов, 2010 г.).
7. Пятой Всероссийской научно-методической конференции «Корпоративное управление» (Пенза, 2010 г.).
8. Научном семинаре студентов и аспирантов факультета экономики и управления Самарского государственного аэрокосмического университета «Управление организационно-экономическими системами» (Самара, 2011 г.).

Соискатель имеет 19 опубликованных работ, в том числе по теме диссертации 19 работ, опубликованных в ведущих рецензируемых научных журналах и изданиях, определенных Высшей аттестационной комиссией - 5.

**Объем и структура работы.**

## Финансы. Финансы организаций. Финансовая стратегия

Происхождение термина финансы согласно классической теории финансов связано с латинскими терминами finatio, financia, а также financia pecuniaria, которые были широко распространены в XIII — XIV вв. и означали обязательную уплату денег. В английском языке рассматриваемый термин — finance - происходит от слова fine, означающего взыскание, штраф, пеню. Однако в мировой экономической науке на сегодняшний день не сложилось общепринятого представления об этимологии этого слова. К в трудах отечественных ученых В.В. Ковалева и Г.Б. Поляка" поддерживается теория о латинском происхождении слова финансы и говорится о том, что в последствие оно употреблялось во Франции в XVI веке в значении государственных доходов, а выражение les finances означало все государственное достояние и состояние правительственного хозяйства. В противоречие с вышеупомянутыми авторами вступают М.В. Романовский, О.В. Врублевская и Б.М. Сабанти3, которые в книге «Финансы» называют недоказанной латинскую теорию происхождения термина и присваивают его авторство французскому ученому Ж. Бодену, который впервые упоминает его в 1577 году в труде «Шесть книг о республике». По их мнению, в дальнейшем из французского языка слово финансы перешло в другие языки и приобрело международное значение. В то время под финансами понималась система отношений между государством и остальными субъектами воспроизводственных отношений. В своем более позднем совместном труде авторы М.В. Романовский и О.В. Врублевская говорят о том, что термин финансы пришел в Россию в XVIII веке и до XX века употреблялся для обозначения государственных финансов .

В начале XX века С.Ю. Витте, занимая пост министра финансов Российской империи, в конспекте лекций о народном и государственном хозяйстве приводит определение рассматриваемого понятия. В соответствии с С.Ю. Витте с конца XVII века под словом финансы стали понимать всю совокупность материальных средств, имеющихся в распоряжении государства — его доходов, расходов и долгов.

## Вексельное кредитование при проектном финансировании

Вексельное кредитование, являющееся одним из эмиссионных способов привлечения проектного финансирования, может быть использовано проектной организацией при реализации проекта для инвестирования в оборотные средства организации или взаимных расчетов с участниками проектного финансирования - поставщиками, контрагентами и кредиторами. Причем вексель является эмиссионным инструментом, позволяющим осуществлять вексельные расчеты (вексельные программы), реализацию которых предлагается рассматривать в соответствии с определенным уровнем развития проектной организации и в качестве промежуточного этапа между непубличным статусом организации и выходом ее на публичный рынок капитала, что отражено в финансовой стратегии проектной организации, представленной в первой главе диссертации.

Необходимо указать, что в процессе реализации вексельных расчетов с различными участниками проектного финансирования организация, в первую очередь, диверсифицирует источники финансирования проекта, расширяет круг потенциальных кредиторов, сохраняет положительные взаимоотношения с поставщиками, партнерами и прочими контрагентами, предоставляет больше открытой информации о себе, зарабатывает положительную кредитную историю. Поэтому использование рассматриваемого источника почти всегда предшествует привлечению финансирования другими эмиссионными способами посредством выхода организации на публичный рынок капитала через размещение облигационных займов, а затем и первичное публичное предложение акций, которые рассматриваются в следующих частях данной главы.

Говоря о начале использования вексельных расчетов в качестве источника финансирования, стоит отметить тот факт, что появление векселя на рынке в качестве инструмента финансирования связано с зарождением в конце XIX века в США рынка коммерческих бумаг {commercial рарег), который, прекратив бурный рост в период депрессии 20-30-х годов, к середине XX века снова стал быстро расти. К концу XX века коммерческие бумаги получили широкое распространение в европейских странах. Несмотря на скоротечное развитие данного рынка в законодательствах разных стран до настоящего времени отсутствует строгое разграничение коммерческих бумаг и прочих финансовых инструментов, а также четкое определение их видов. Вместе с тем, в большинстве стран все же основной разновидностью коммерческих бумаг принято считать вексель. К примеру, в Бельгии рынок коммерческих бумаг разделяют на две составляющие: официальный рынок казначейских облигаций и неофициальный рынок простых векселей. В российском законодательстве также не определен данный эмиссионный инструмент. Однако в современных отечественных финансовых источниках можно найти интерпретации данного термина: словарь Б.А. Райзберга трактует коммерческие бумаги как обязательства компаний, не подкрепленные специальным обеспечением. В словаре финансовых терминов под рассматриваемым термином понимаются ценные бумаги на предъявителя, эмиссия которых осуществляется крупными фирмами. В соответствии с определением, данным В. Прохоровым , указанным термином обозначают краткосрочные обязательства, выпускаемые небанковскими учреждениями в форме бескупонных дисконтных ценных бумаг большого номинала.

## Самофинансирование, бюджетное финансирование, банковское кредитование при проектном финансировании

Одним из наиболее распространенных долговых способов привлечения проектного финансирования выступает банковское кредитование. Однако привлечение банковских ресурсов на практике проблематично без вложения в проект средств из других источников. Причем использование рассмотренных во второй главе эмиссионных способов привлечения инвестиций в начале жизненного цикла проекта практически невозможно, поскольку для этих целей требуется наработанная кредитная история и соответствующий уровень развития проектной организации. В связи с этим привлечение ресурсов в этом случае представляется возможным за счет самофинансирования и в ряде случаев бюджетных ассигнований. Поэтому рассмотрение банковского кредитования при проектном финансировании целесообразно осуществлять вместе с указанными двумя источниками.

Самофинансирование (self-financing), то есть вложение в проект собственных средств, может быть выражено первоначальным взносом учредителей в структуру капитала (own capital) и инвестированием нераспределенной прибыли (retained earnings). Привлечение средств через самофинансирование в особенности на начальном этапе разработки проекта может оказаться незаменимым, поскольку сторонние инвесторы опасаются предоставлять средства в начале реализации проекта, когда уровень готовности объекта крайне низкий, а соответственно уровень риска высокий.

В понимании И.А. Бланка самофинансирование заключается в финансировании инвестиционной деятельности предприятия исключительно за счет формируемых собственных финансовых ресурсов.

Современный экономический словарь Б.А. Райзберга1 интерпретирует самофинансирование как финансирование финансово-хозяйственной деятельности организации, при котором текущие расходы, а также капитальные вложения и расходы будущих периодов обеспечиваются за счет собственных средств.

Инициаторы (собственники) проекта могут осуществлять также деятельность по реализации прочих инвестиционных проектов, в ходе эксплуатации которых они получают прибыль, выражаемую количественными показателями доходности (то есть соотнесением полученного дохода - к инвестированному капиталу). Полученную нераспределенную прибыль они могут направить в другой реализуемый инвестиционный проект при его недостаточном внешнем финансировании. При этом реинвестирование прибыли представляется весьма приемлемой и относительно дешевой формой финансирования.

С другой стороны, недостатком данного источника финансирования является сложность его прогнозирования в долгосрочном аспекте и ограниченность в объемах. Кроме того, при эксплуатации проекта реинвестирование генерируемой прибыли может осуществляться постоянно, и как бы незаметно, поэтому эти финансовые средства практически не ощутимы в качестве крупного источника финансирования. Этим объясняется тот факт, что деятельность любой организации всегда сталкивается с необходимостью привлечения и других источников.