

ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ КОММЕРЧЕСКИМИ БАНКАМИ

© 2010 А.С. Тютин*

Ключевые слова: инвестиции, кредит, эффективность, проект, кредитоспособность.

Основным источником “длинных” денег, необходимых для реализации инвестиционных проектов, является долгосрочное кредитование. В данной связи особое значение приобретает изучение подходов к принятию решения о кредитовании инвестиционных проектов в целом и проблем оценки банком эффективности реальных инвестиций своих заемщиков в частности. Рассматривается специфика применения банком традиционных подходов к оценке инвестиций инициаторами проектов. При этом особое внимание уделяется таким вопросам, как: учет влияния инфляции, период, на котором рассматривается проект, и особенности формирования денежных потоков для вычисления показателей эффективности.

Актуальность темы обусловлена особой ролью реальных инвестиций на современном этапе развития экономики в России. Из-за 10-летнего глубокого социально-экономического кризиса в конце предыдущего столетия инвестиции в реальный сектор экономики в России сократились в 5 раз.

Обновление основных фондов существующих предприятий, создание новых производств, строительство объектов жилой и коммерческой недвижимости требуют значительных финансовых вложений.

В рыночных странах создана развитая инфраструктура инвестиций - финансовые фонды “длинных” денег. Наиболее крупные из них - это средства накопительных пенсий, фонды страховых компаний и паевые фонды. В России на сегодняшний день существует значительный разрыв между финансовым и реальным сектором экономики. В таких условиях основным источником длинных денег в экономике становятся банки, причем формой участия банков в инвестиционных проектах чаще всего выступает долгосрочное кредитование.

Банки как источники финансирования инвестиционных ресурсов в развитых странах занимают четвертое место, при этом широкое распространение на западе получают различные формы инвестиционного банкинга - непосредственное участие банков в бизнесе инициаторов инвестиционных проектов. В России банки являются практически единственными источниками длинных денег в не-

государственном секторе экономики, получаемых предприятиями на инвестиционные цели на заемной основе.

Следовательно рынок кредитования инвестиционных проектов (долгосрочного кредитования) является одним из важнейших источников развития экономики страны, в последние годы он характеризуется стремительным развитием и по-прежнему имеет огромный потенциал роста.

Об этом свидетельствует динамика объемов долгосрочного кредитования (рис. 1, 2).

Как видно из графиков, несмотря на развитие финансово-экономического кризиса, объемы кредитования со сроками погашения свыше одного года в настоящий момент продолжают расти, превысив объемы краткосрочного кредитования в 2009 г. Кроме того, очевидна тенденция увеличения сроков кредитования, поскольку объемы кредитов со сроками выше 3 лет растут наиболее динамично.

Тем не менее, отвлечение финансовых ресурсов на длительный срок всегда связано с повышенным риском, и при принятии банком решения о кредитовании того или иного проекта оценка эффективности инвестиционного проекта становится основным вопросом. Поэтому одной из проблем развития рынка долгосрочного кредитования является оценка эффективности инвестиций в реальный сектор экономики.

Современный финансово-кредитный словарь определяет кредит как ссуду в денеж-

* Тютин Антон Сергеевич, аспирант Самарского государственного экономического университета.
E-mail: nauka@sseu.ru.

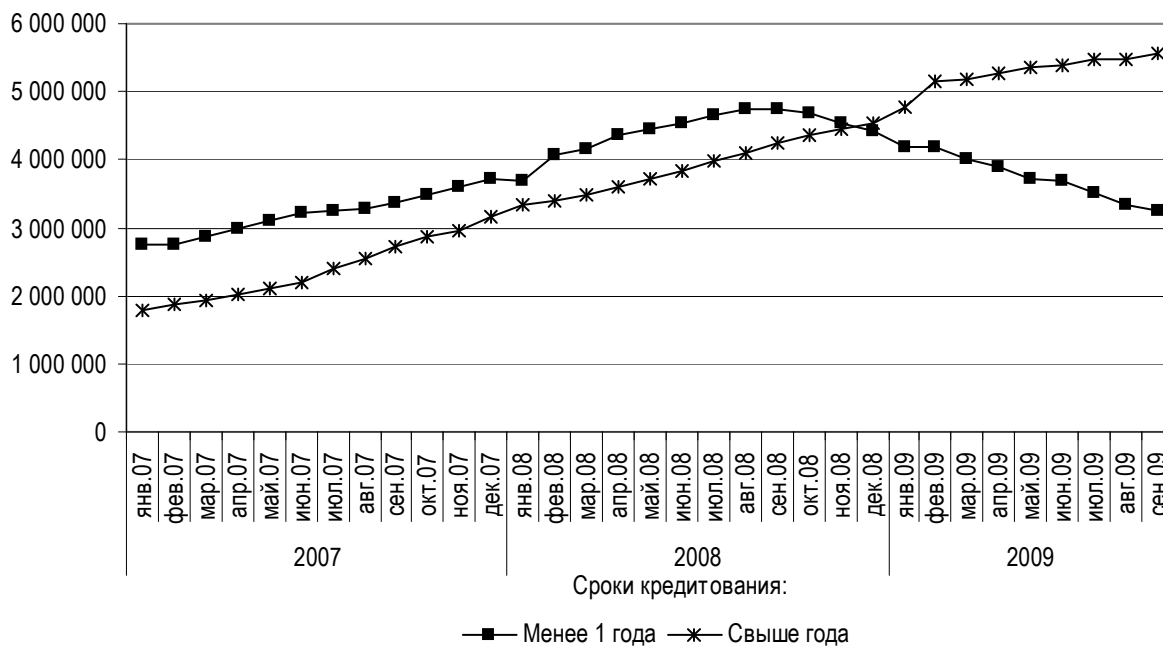


Рис. 1. Объемы кредитования юридических лиц, млн. руб.

Источник: <http://www.cbr.ru>.

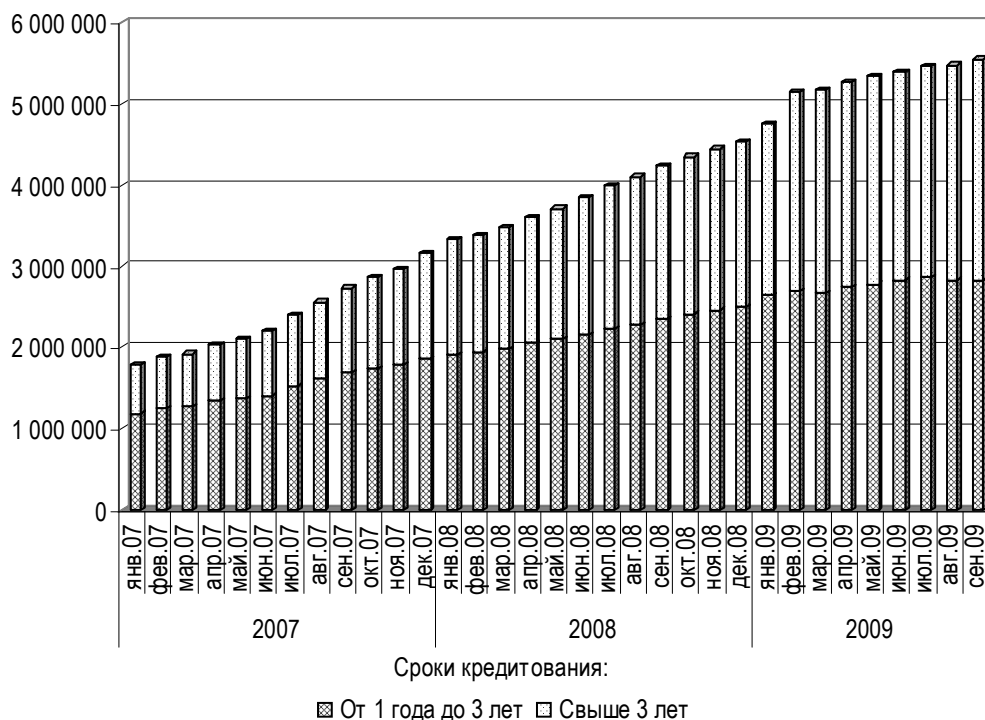


Рис. 2. Объемы долгосрочного кредитования юридических лиц, млн. руб.

Источник: <http://www.cbr.ru>.

ной или товарной форме, предоставляемую кредитором заемщику на условиях возвратности, платности и срочности на основе заключения между кредитором и заемщиком кредитного договора¹. Длительность конкретизирует форму кредита и образует, согласно принятой в учебной и научной литературе

классификации, вид кредита. Кредитование инвестиционных проектов помимо долгосрочного характера, также как правило сопряжено с целевым назначением кредита. В связи с этим возникает необходимость проведения анализа источников погашения кредита, которые в основном формируются за счет эко-

номического эффекта от реализации инвестиционного проекта.

Согласно федеральному закону “Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений” от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ, инвестициями являются денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской, и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Инвестиционной деятельностью признаются вложения инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения полезного эффекта. Капитальные вложения - это инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты. Капиталообразующие инвестиции - инвестиции, состоящие из капитальных вложений, оборотного капитала, а также иных средств, необходимых для реализации инвестиционного проекта. Далее в статье под словом “инвестиции” будут пониматься именно капиталообразующие инвестиции.

В соответствии с федеральным законом “Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений” под инвестиционным проектом понимается обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и утвержденная в установленном порядке стандартами (нормами, правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

При осуществлении кредитования на инвестиционные цели традиционные для краткосрочного кредитования подходы к анализу потенциальной сделки и принятию решения по целесообразности кредитования того или иного заемщика невозможно расценить

как достаточные. В связи с особенностями кредитования инвестиционных проектов, обусловленными длительностью кредита и целевым характером выделяемых средств, возникает необходимость проведения дополнительного анализа источников погашения кредита, которые в основном формируются за счет экономического эффекта от реализации инвестиционного проекта. Именно поэтому проведение анализа при кредитовании на инвестиционные цели тесно связано с оценкой эффективности инвестиционных проектов.

Согласно федеральному закону “Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений”, эффективность инвестиционного проекта - это категория, отражающая соответствие проекта целям и интересам участников. Оценка эффективности инвестиций является предметом исследования многих научных работ, разработаны и описаны методы оценки, которые давно применяются на практике, в том числе и в России и находят свое место в заключительных разделах бизнес-планов. Однако когда речь идет о кредитовании и оценке эффективности инвестиций с позиций банка-кредитора, проект рассматривается под другим углом зрения и применение традиционных подходов во многом оказывается некорректным. Специфика подходов к оценке эффективности инвестиций обуславливается различными целями участия в проекте его инициатора и банка в качестве кредитора.

Понятие эффективности инвестиций с позиции кредитора целесообразно рассматривать в двух аспектах: в широком и в узком.

В широком смысле эффективность проекта с позиции кредитора можно назвать “кредитоспособностью инвестиционного проекта”, т.е. комплексом параметров, необходимых для принятия банком положительного решения об участии в инвестиционном проекте в форме выдачи долгосрочного целевого кредита. Оценка кредитоспособности инвестиционного проекта включает в себя следующие процедуры. В первую очередь определяется схема реализации проекта и структура его финансирования. Проверяется договорная база проекта, оценивается надежность выбранной схемы осуществления проекта и вступления

в нее банка в качестве кредитора. Структура финансирования должна минимизировать риск недофинансирования проекта, соответствовать политике банка в области соотношения собственных и заемных источников финансирования проекта. Источники собственных средств заемщика, необходимых для соблюдения структуры финансирования, анализируются с точки зрения надежности и соответствующего отражения в отчетности заемщика. Проверяется стоимость проекта на основе подтверждающих документов - сводного сметного расчета стоимости строительства, контрактов на выполнение работ, поставку оборудования, материалов и т.д. При рассмотрении проекта не на нулевом цикле оценивается объем выполненных и оплаченных работ по проекту с приложением всех подтверждающих документов. Определяется структура обеспечения, проводится его количественная и качественная оценка. Осуществляется анализ финансово-экономической деятельности заемщика, поручителей, залогодателей. Строится модель движения денежных средств по проекту, подтверждающая финансовую реализуемость и окупаемость проекта, возвратность кредита с учетом определенных коэффициентов.

В узком смысле эффективность проекта с позиции кредитора сводится к построению модели движения денежных средств и соотношению затрат и результатов на основе специальных показателей: чистого дисконтированного дохода, внутренней нормы доходности и др. Иными словами, эффективность инвестиций в узком смысле мы можем назвать экономической эффективностью инвестиционного проекта как совокупности экономических отношений, выражающих экономические интересы участников инвестиционного процесса по поводу соотношения затрат и результатов в связи с инвестированием капитала в объекты предпринимательской деятельности². Именно в данном аспекте анализ инвестиций с точки зрения кредитора тесно пересекается с методами и принципами оценки инвестиционных проектов, описанными в научной литературе и отдельных нормативных актах, но также проявляет свою специфику и носит исключительно дискуссионный характер. Здесь речь идет об анализе бизнес-плана, но цели данного анализа

для предприятия и для банка различны. Конечная цель заемщика - обеспечить прирост ценности фирмы. Цель анализа кредитора - минимизировать риски.

Показатели экономической эффективности рассчитываются на основе модели движения денежных средств по проекту. На этапе построения экономической модели и ее анализа финансисты сталкиваются с такими проблемами оценки эффективности проекта, на которые нельзя дать однозначного ответа, также как нельзя с точностью предугадать будущее движение котировок акций и курсов валют. Любые оценки здесь могут носить лишь вероятностный характер, так как связаны с прогнозированием будущего уровня спроса и цен на продукцию проекта. Именно на этом этапе наиболее остро проявляется специфика оценки экономической эффективности инвестиций с точки зрения банка.

Прояснить ситуацию для предприятий-инициаторов инвестиций призваны следующие принципы, изложенные в "Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов", утвержденных Министерством финансов и Министерством экономики РФ:

- 1) учет влияния инфляции;
- 2) рассмотрение проекта на протяжении всего его жизненного цикла;
- 3) моделирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и расходы³.

В то же время при анализе эффективности проекта банком-кредитором целесообразность применения данных принципов носит дискуссионный характер. Перейдем к рассмотрению каждого из них.

Непосредственный учет влияния инфляции при оценке эффективности подразумевает индексирование доходных и расходных показателей на уровень инфляции, т.е. расчет проекта в текущих, а не в постоянных ценах, и последующее дисконтирование денежных потоков. Однако в современных условиях быстроменяющейся рыночной конъюнктуры, взаимозависимости всех сегментов рынка и секторов экономики, прогнозирование будущих изменений цен на различные активы и факторы производства становится очень трудной задачей, достоверное реше-

ние которой может быть осуществлено лишь с определенной степенью вероятности.

Согласно изложенному принципу все факторы, влияющие на результирующие показатели по проекту подвержены поправке на уровень инфляции, в результате чего показатели финансовой состоятельности и окупаемости проекта несколько улучшаются, так как “маржа” между доходами и расходами растет, однако уровень эффективности остается на прежнем уровне благодаря включению инфляционной составляющей в ставку дисконтирования. Существенное влияние на эффективность проекта могут оказать структурные изменения инфляционной нагрузки на доходную и расходную части проекта, однако прогноз таких преобразований на длительные сроки лишь повысит количество вероятностных факторов, влияющих на результат оценки.

В связи с этим с точки зрения банка-кредитора, в современных российских условиях, целесообразно производить расчет модели по проекту в постоянных ценах, а ставку дисконтирования использовать очищенную от уровня инфляции. Такой расчет будет соответствовать умеренно-консервативному подходу к оценке банком финансовой состоятельности и эффективности проекта, снизит количество вероятностных факторов, влияющих на результат оценки и позволит минимизировать риски по операциям долгосрочного кредитования.

Следующий принцип оценки эффективности проекта для предприятий-инвесторов (заемщиков банка) рассмотрение проекта на протяжении всего его жизненного цикла. Применение его на практике сопряжено с проблемой определения длительности жизненного цикла проекта. Сроки службы оборудования и объектов недвижимости часто исчисляются десятками лет, однако их моральное устаревание как правило происходит быстрее чем полный физический износ. Появление новых проектов на рынке может сделать некогда эффективный проект неконкурентоспособным, потребовать дополнительных капитальных затрат не учтенных в первоначальном плане.

С позиций банка-кредитора в целях минимизации уровня рисков и неопределенности рассчитываемой модели рациональным реше-

нием является рассмотрение проекта в более узких временных рамках, ограниченных сроком кредитования. Принятие такого расчетного периода позволяет связать понятия эффективности и финансовой состоятельности проекта, в результате чего мы получаем оценку “эффективности проекта в рамках периода”, интересующего банк, что позволяет сформировать более адекватную картину по рискованности кредитования данного проекта. Именно при таком периоде расчета целесообразным будет сравнение ставки по кредиту с внутренней нормой доходности проекта, нормой доходности инвестиций. Игнорирование будущих доходов проекта, выходящих за рамки срока кредита, с точки зрения кредитора вполне оправданно, поскольку эти денежные потоки не могут рассматриваться в качестве потенциальных источников погашения задолженности по кредиту.

Еще один принцип оценки инвестиций, изложенный в “Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов” моделирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и расходы⁴. Для построения экономической модели этот принцип не вызывает сомнения. Однако, если при расчете показателей эффективности используются все потоки, то по сути это означает обращение к “суммарному денежному потоку за период” из отчета о движении денежных средств. При этом мы фактически теряем информацию об объеме понесенных затрат по проекту, так как они будут покрыты соответствующими источниками финансирования, вследствие чего нарушается сущностная основа оценки эффективности - соотношение затрат и результатов.

Выбор учитываемых денежных потоков для расчета эффективности инвестиционного проекта при участии в нем кредиторов является непростой задачей. Эта проблема слабо освещена в научной литературе, в данном аспекте мы можем выделить два основных подхода к расчету показателей эффективности: без учета или с учетом структуры затраченного капитала.

Первый вариант расчета подразумевает абстрагирование от источников финансирования проекта. Поэтому в качестве денежных потоков, учитываемых при расчете, выступа-

ют инвестиционные издержки со знаком минус и доходы от его последующей эксплуатации, уменьшенные на величину текущих расходов, со знаком плюс. В перечень расходов при этом не включается обслуживание заемного капитала: погашение основного долга и процентов.

Рассмотрение проекта без учета влияния структуры затраченного на него капитала позволяет оценить сам проект и его возможности по генерированию денежных потоков, которые могут являться источниками для погашения кредитных обязательств. Именно при таком подходе будет уместно сравнение различных показателей эффективности проекта со ставкой по кредиту. Кроме того, процентные и иные платежи по кредиту являются целью вступления банка в проект, определяют эффективность его участия в проекте, являются доходом банка, поэтому их включение в состав денежных потоков по проекту при оценке эффективности инвестиций приводит к противоречивому с точки зрения кредитора занижению ее результатов.

С другой стороны это противоречие является отражением известной аксиомы финансового анализа о соотношении риска и доходности. Если учесть, что эффективность проекта банком оценивается во многом именно в целях определения уровня рисков, логичным выглядит второй подход к оценке эффективности, при котором в состав денежных потоков включаются поступления кредитов, их погашение и выплата процентов. Показатели эффективности при таком расчете в большей степени взаимосвязаны с окупаемостью проекта и наглядно отражают возможности обслуживания долга за счет генерируемых денежных потоков. Кроме того такая оценка позволяет выявить реальные мотивы и цели инициаторов проекта по его реализации, оценить степень компетентности заемщика в бизнесе, его надежность как финансового партнера, поскольку этот подход по сути является взглядом на эффективность проекта с точки зрения заемщика (инициатора проекта).

В заключение можно сделать вывод, что, с одной стороны, банк-кредитор при рассмотрении вопроса о кредитовании того или иного проекта в первую очередь должен рассчитать окупаемость проекта и возвратность кредита в установленные сроки, и его в меньшей степени интересует экономический эффект, который получит заемщик в результате реализации проекта. Однако, с другой стороны, если проект генерирует денежные потоки, достаточные для обслуживания долга по кредиту, но не увеличивает ценность фирмы-заемщика, реализующей проект, то возникает вопрос о реальных мотивах собственников предприятия-заемщика в осуществлении данного проекта, растут риски отклонения от намеченных показателей, от концепции реализации проекта в целом и как следствие риски неисполнения заемщиком обязательств по кредитному договору.

Таким образом, анализ экономической эффективности инвестиций с точки зрения кредитора является многогранным понятием, раскрывая которое банки вынуждены балансировать между интересами их самих как кредиторов и заемщика как инициатора проекта. Проблемы оценки инвестиций с позиций банка-кредитора еще недостаточно изучены, их детальная проработка и формирование единых подходов к оценке экономической эффективности позволят более точно определить значение этого аспекта в комплексном понятии кредитоспособности проекта, вследствие чего банки получат возможность зафиксировать уровень рисков долгосрочного кредитования на приемлемом уровне.

¹ Современный финансово-кредитный словарь / под общ. ред. М.Г. Лапусты, П.С. Никольского. М., 1999.

² Экономическая оценка инвестиций / под общ. ред. М. Римера. СПб., 2005.

³ Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: (Вторая редакция) / рук. авт. кол.: В.В. Косов, В.Н. Лившиц, А.Г. Шахназаров. М., 2000.

⁴ Там же.

Поступила в редакцию 03.02.2010 г.