

На правах рукописи

Горькова Наталия Александровна

Развитие проектного финансирования в России

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

автореферат диссертации
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва 2008

Работа выполнена на кафедре «Финансы, денежное обращение и кредит» Государственного университета управления

Научный руководитель – кандидат экономических наук,
доцент О.А. Ревзон

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
профессор В.А. Москвин

кандидат экономических наук,
О.В. Валиева

Ведущая организация – Всероссийский заочный финансово-
экономический институт (ВЗФЭИ)

Защита состоится «16» февраля 2009 года в _____ часов
на заседании диссертационного совета Д 212.049.05
при ГОУ ВПО «Государственный университет управления»
адрес: 109542, Москва, Рязанский пр-т, дом 99, ауд. _____.

С диссертационной работой можно ознакомиться в библиотеке
ГОУ ВПО «Государственный университет управления», с авторефератом –
на сайте www.guu.ru/

Автореферат разослан _____

Ученый секретарь
диссертационного совета
Д 212.049.05
Кандидат экономических наук,
Доцент

Л.В. Токун

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Одной из наиболее острых проблем экономического развития России в настоящее время является повышение инвестиционной активности, что требует формирования эффективного инвестиционного рынка. Сложность его формирования и соответствующего рыночной экономике механизма финансирования инвестиций заключается в том, что в российской экономике еще только начинает складываться и развиваться необходимая рыночная инфраструктура, обеспечивающая свободный обмен информацией между всеми субъектами предпринимательской деятельности, отсутствуют надежные и адаптированные инструменты финансирования инвестиционной деятельности. Одним из таких инструментов является проектное финансирование, получившее распространение в последние десятилетия XX века и успешно используемое во многих отраслях для осуществления крупных инвестиционных проектов. В силу особенностей развития и современной институциональной среды проектное финансирование в том виде, в каком оно используется западными национальными и транснациональными корпорациями, в России применено быть не может. Необходима определенная трансформация подходов, выработанных зарубежной практикой, и их адаптация к современным российским условиям, отличительной чертой которых является нестабильность, несовершенство и неполнота информации. Изучение и теоретическое осмысление выработанных развитыми странами подходов к организации проектного финансирования в сочетании с научным обобщением накопленного собственного опыта в сфере финансирования инвестиций может стать основой формирования эффективной системы проектного финансирования.

Вопросы в области финансирования инвестиций и оценки эффективности инвестиционных проектов исследовались Л.И. Абалкиной, В.В. Бочаровым, И.Г. Балабановым, В.Ю. Катасоновым, В.В. Ковалевым, Б.Л. Лавров-

скоим, В.Е. Леонтьевым, Я.С. Мелкумовым, В.А. Москвиным, П.М. Мозиа-сом, В.В. Радаевым, Т.С. Хачатуровым и др.

Однако следует отметить, что в большинстве работ проектное финансирование рассматривается в связи с исследованием других, более широких вопросов управления инвестиционной деятельностью и организации ее финансирования. Самостоятельных исследований, посвященных проблемам проектного финансирования и его организации в Российской Федерации, явно недостаточно, проведенные исследования не носят комплексного характера, многие затронутые в них вопросы имеют постановочный характер. В экономической литературе недостаточно внимания уделено содержанию проектного финансирования как особой формы финансирования инвестиций, не определена роль государства в регулировании отношений его участников.

Большое практическое значение исследования всего комплекса теоретических и методологических проблем формирования отечественной концепции проектного финансирования, а также их недостаточная разработанность и высокий уровень доходности в строительной отрасли обусловили выбор темы диссертации, постановку ее цели и основных задач.

Целью диссертационной работы является обоснование рекомендаций по формированию эффективной системы проектного финансирования, путем формулирования определения понятия проектного финансирования, рисков в проектном финансировании и разработка методики оценки рисков проектного финансирования (на примере строительной отрасли) в условиях не достаточно развитого финансового рынка и высоких инвестиционных рисков.

Реализация указанной цели потребовала решения следующих задач:

- определение экономического содержания проектного финансирования, основных элементов и инструментов, выделение иерархии целей участников проекта;
- выявление и классификация факторов, определяющих возможность реализации техники проектного финансирования в Российской Фе-

дерации;

- исследование законодательной базы, оказывающей влияние на развитие проектного финансирования в стране и выявление ее недостатков;
- классификация основных рисков, с которыми сталкиваются организаторы проектного финансирования, и разработка системы оценки рисков, позволяющей сравнивать риски различных проектов между собой;
- обоснование системы оценки рисков проекта и разработка методика сравнительной оценки рисков проектов;
- применение разработанной методики оценки рисков на примере нескольких проектов.

Объектом исследования приняты проекты финансирования строительства различных объектов недвижимости.

Предметом исследования - механизмы разработки и реализации схем проектного финансирования.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования явились научные труды ведущих отечественных и зарубежных экономистов по проблемам финансирования инвестиций, функционирования инвестиционных рынков и управления крупными проектами. В процессе исследования применялись такие общенаучные методы, как: теоретический анализ, обобщение и систематизация научных данных, метод экспертных оценок, конструирование гипотез и концепций, их проверка, изложение теоретических и эмпирических знаний в виде научного текста и др.

Информационная база исследования. В числе информационных источников диссертации использованы материалы из книг и журнальных статей; отчетов органов государственной, региональной и ведомственной статистики, материалов организаций; официальные документы и результаты собственных расчетов и проведенных аналитических исследований.

Научная новизна исследования состоит в развитии методологии проектного финансирования в строительной отрасли, предложений по регулированию системы законодательства и разработке методики оценки рисков проекта, позволяющих проводить сравнительный анализ рисков различных проектов. Теоретический вклад состоит в формулировании определения проектного финансирования и выделением его специфических особенностей.

Основными научными результатами диссертационного исследования, выносимыми на защиту, являются:

- раскрыто экономическое содержание проектного финансирования, как особой техники организации финансового обеспечения инвестиционных проектов, основанной на разделении рисков и функциональной ответственности между заинтересованными субъектами, определены его основные инструменты и методы, выявлены взаимосвязь между участниками и основные различия западной и российской системами проектного финансирования;
- классифицированы формы проектного финансирования по различным критериям, определены сферы и условия реализации проектного финансирования;
- выявлены основные недостатки законодательной базы в части ее влияния на формирование эффективной системы проектного финансирования, представлены предложения по устранению выявленных недостатков;
- уточнена классификация рисков, возникающих при реализации проектного финансирования, определены подходы к управлению каждой из выделенных групп рисков и обоснованы рекомендации для банков по управлению проектными рисками, возникающими в связи с их участием в реализации схем проектного финансирования;
- разработана методика оценки рисков, позволяющая сравнивать риски проектов между собой и проводить мониторинг на протяжении всего срока «жизни» проекта.

Практическая значимость работы состоит в том, что выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертации, могут использоваться организаторами проектов, коммерческими банками и другими бенефициарами/инвесторами для управления эффективностью проектов. Они могут быть востребованы и государственными органами при разработке нормативных актов в целях поддержания развития проектного финансирования в России. Отдельные положения диссертационного исследования могут быть использованы в учебном процессе.

Апробация результатов исследования. Основные положения и результаты диссертационного исследования докладывались и обсуждались на научно-практических конференциях, где получили одобрение. В том числе:

на Международной научно-практической конференции «Социально-экономические проблемы развития региона» (г.Иваново, 2006 год);

на 21-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления» (г.Москва, 2006 год)

на 22-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления» (г.Москва, 2007 год).

Результаты исследования могут быть использованы в учебном процессе при преподавании курсов «Финансы предприятий», «Экономический анализ», «Финансы, денежное обращение и кредит».

Результаты исследования и разработанные методические рекомендации по формированию эффективной системы проектного финансирования приняты к использованию при анализе проектов в банке «УРАЛСИБ», банке ГПБ (ОАО) и в строительной компании ООО «Рест-Арт-Проект».

Структура и объем диссертации.

Структура диссертации определяется принятой логикой исследования и отражена в содержании диссертационной работы, состоящей из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, четырнадцати приложений.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ И РЕЗУЛЬТАТЫ РАБОТЫ

Проектное финансирование как специальная техника финансирования крупных инвестиционных проектов возникла в Северной Америке. В настоящей форме она существует около 40 лет, но за последнее время резко возросло ее использование в результате увеличения размеров энергетических, горнодобывающих и промышленных проектов. Эти проекты несут технический, экономический и политический риск, который не могут позволить себе даже крупные компании и который делится между бенефициарами проектов и банками, участвующими в их финансировании.

Несмотря на то, что термин «проектное финансирование» широко используется в банковских и промышленных кругах, часто его неправильно понимают. Можно выделить две основные формы проектного финансирования: относительное проектное финансирование и основное проектное финансирование. Относительное проектное финансирование - это финансирование в классическом смысле, при котором бенефициары проекта или заемщики получают ресурсы для данного проекта, но под гарантию бенефициаров и с полным оборотом на доход и активы заемщика или гаранта. Его нельзя считать в полном смысле слова проектным финансированием, поскольку при такой организации финансирования не происходит отделения ответственности по проекту от прочей ответственности бенефициаров и, соответственно, разделения рисков.

В прямом смысле слова проектным финансированием можно считать только основное проектное финансирование, которое определяется как финансирование независимого жизнеспособного предприятия, которое должно иметь достаточный доход, чтобы покрыть операционные расходы и кредитные услуги, обеспечивая прибыль от инвестированного капитала. Финансирование субсидируется на основе стабильности денежного потока проекта, а не на базе корпоративных гарантий. При этом важно заметить, что большинство исследователей и практиков, подчеркивают, что проектное финанси-

вание - это не новый «источник фондов» финансирования проектов, а финансовая техника, которая позволяет лучше приспособить финансирование к специфичным требованиям каждого проекта.

Основные участники процесса проектного финансирования представлены на рисунке 1.:

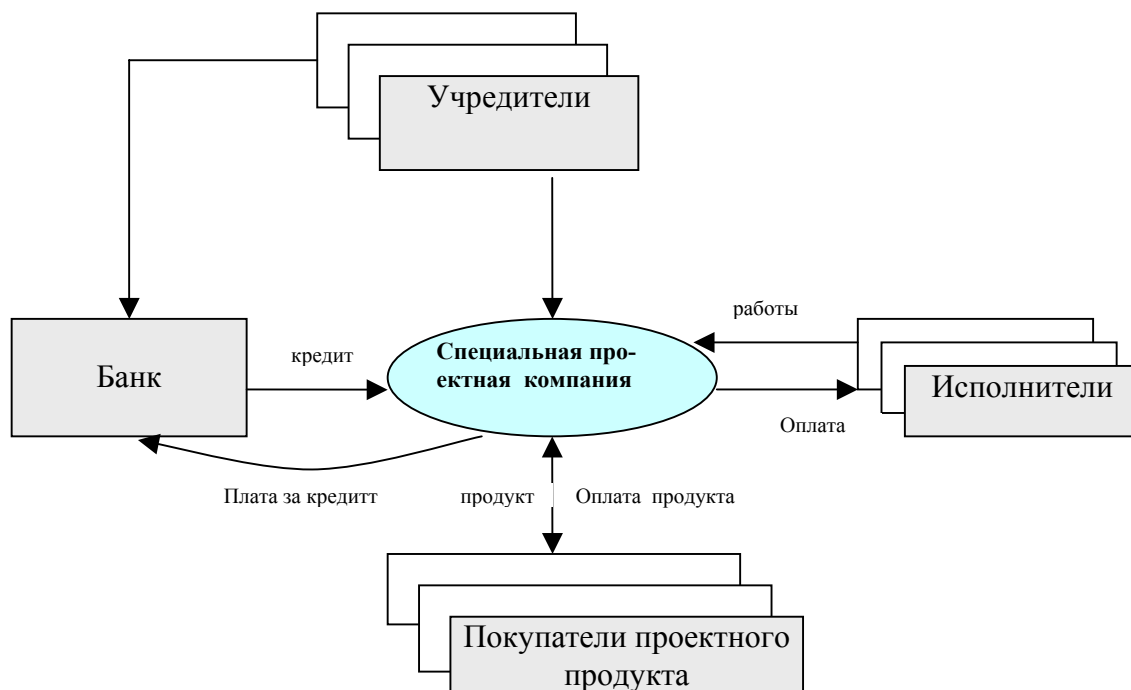


Рис. 1. Финансовая схема реализации проекта

На практике наиболее часто используется создание самостоятельной компании - юридического лица - для реализации проекта по следующей схеме: учредители/бенефициары проекта, то есть компании, желающие принять участие в осуществлении какого-либо крупного проекта, создают новую компанию - дочернее предприятие, которая призвана самостоятельно отвечать за реализацию проекта. Вклад учредителей ограничивается участием в создании Уставного капитала новой компании, после чего компания призвана сама привлекать необходимые средства для реализации проекта, как правило, в форме долгосрочных кредитов.

В настоящее время отсутствует четкое определение понятия «проектное финансирование». В диссертационной работе приведены мнения многих

специалистов в данной области, опираясь на которые и используя собственный опыт исследований можно сделать следующий вывод:

На наш взгляд, проектное финансирование представляет собой метод финансирования долгосрочных инфраструктурных, промышленных и иных проектов, позволяющий бенефициарам инвестиционного проекта ограничить свою ответственность по проекту лишь своим вкладом в уставный капитал проекта, распределив риски и рассчитывая на определенные дивиденды от денежных потоков, генерируемых проектом. Основная особенность проектного финансирования заключается в том, что объектом вложения кредитных средств является конкретный проект, а не предприятие-заемщик. Такое широкое определение проектного финансирования позволяет включить в него различные существующие в настоящее время его варианты, различающиеся, главным образом, степенью риска, принимаемой на себя бенефициаром проекта.

Также необходимо отметить, что несмотря на многочисленные упоминания¹ разных специалистов о том, что проектное финансирование применяется в отношении масштабных и капиталоемких проектов, количественных критериев использования проектного финансирования не существует. Критерии отнесения к проектному финансированию носят скорее качественный, чем количественный характер. Кроме того, применение проектного финансирования зависит не столько от размера привлекаемых средств, сколько от соотношения доходов и расходов, связанных с использованием проектного финансирования в сравнении с традиционными способами финансирования.

В диссертационной работе **показано**, что при оценке эффективности проекта первостепенное значение отводится расчёту таких показателей, как:

1. Срок окупаемости проекта;
2. Конкурентоспособность;
3. Источники возврата кредита и процентов;

¹ например, Project Financing, P. Nevitt and F.Fabazzl; Project financing. Asset-based financial engineering., J. D. Filnerty; Принципы корпоративных финансов, Р. Брейли, С. Мэйерс

4. Индекс доходности проекта;
5. Внутренняя норма доходности (IRR) (норма рентабельности инвестиций);
6. Чистая текущая стоимость проекта (NPV);
7. Коэффициент покрытия долга за период кредитования (LLDSCR);
8. Коэффициент покрытия долга за весь период жизни проекта (PLDSCR);
9. Соотношение собственных и заемных средств (КОСС)

Также на эффективность проекта влияет система управления рисками.

В диссертационной работе проанализированы 4 проекта финансирования строительных объектов в различных сегментах данной отрасли:

1. Проект 1: Финансирование строительства трехэтажного Торгового центра;
2. Проект 2: Финансирование расходов по строительству 3 16-ти этажных жилых домов в пос. «Горки-10»;
3. Проект 3: Финансирование строительства 16-этажного жилого дома бизнес-класса «Столичный»;
4. Проект 4. Финансирование строительства и реконструкции малоэтажных жилых домов на территории дачного хозяйства «Успенское».

Для каждого проекта были построены модели движения денежных средств, а также рассчитаны основные показатели эффективности проектов:

Сравнительная характеристика ключевых показателей эффективности проектов представлена в Таблице 1.

Таблица 1.

Основные показатели эффективности проектов
(сравнительная характеристика)

Ключевые показатели эф-ти	Проект №1	Проект №2	Проект №3	Проект №4
сумма всех выплат по кредиту, тыс. долл США	11 808	29 492	18 838	366 800
NPV	3 833	6 218	15 213	578 702
LLDSCR	1,3	1,3	2,3	3,1
PLDSCR	1,4	1,3	2,3	3,1
ISCR	8,5	5,2	13,6	20,0
КОСС	20%	0,0%	26,5%	22,8%
IRR	53,6%	48,2%	38,6	51,2

В рамках всестороннего анализа каждого проекта были рассмотрены 3 варианта развития сценариев проекта (базовый, оптимистический и пессимистический).

На рисунке 2 представлены итоги данного анализа.

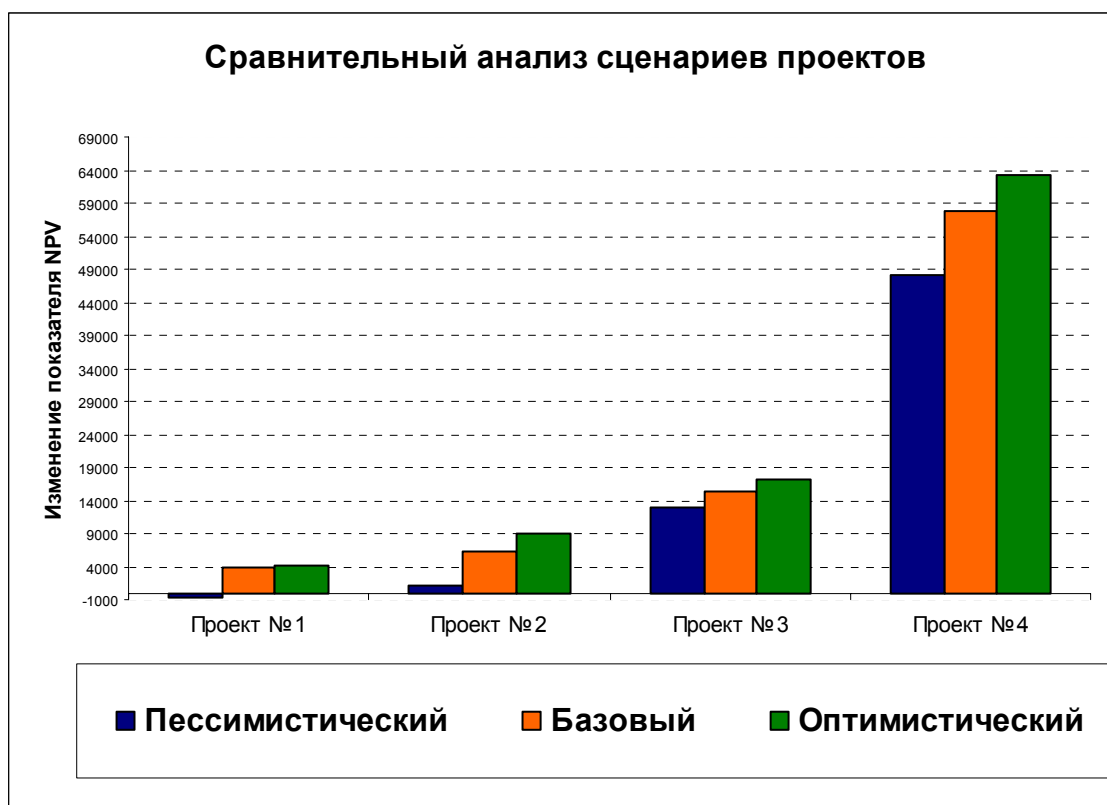


Рис. 2. Сравнительный анализ сценариев строительных проектов

После проведения анализа проекта были выявлены специфические для каждого проекта риски и предложены пути минимизации рисков для каждого проекта.

А также определены основные параметры, к которым каждый проект является наиболее чувствительным. Полученные данные представлены в таблице 2:

Таблица 2.

Чувствительность проектов (изменение NPV в % выражении)

Изменение ключевых статей на 1%	Проект №1	Проект №2	Проект №3	Проект №4
Цена реализации площадей	1,6%	5,6%	2,5%	1,6%
Затратная часть	4,3%	3,7%	0,1%	0,3%
% за кредитные ресурсы	2,7%	0,9%	1,2%	1,5%

Как видно из представленной выше таблицы, три из четырех проектов наиболее чувствительны к цене реализации площадей. И только первый проект оказался наиболее чувствителен к затратам на сам проект. Следовательно, можно сделать вывод о том, что для совершенствования системы проектного финансирования с первую очередь необходимо обращать внимание на доходность проекта, особенно учитывая тот факт, что в процессе работы мы рассматривали строительство крупных объектов недвижимости, при создании которых соотношение вид объекта/ объем СМР примерно одинаково.

Далее был выполнен анализ развития различных сегментов строительной отрасли, куда входят рассмотренные выше проекты, исходя из которого можно сделать вывод о том, что на текущий момент финансовые вложения в данную отрасль являются высокодоходными. Ежегодный прирост доходности составляет 20-30%. Данное обстоятельство привлекает на рынок строительства жилья огромное количество девелоперов, желающих в кратчайшие сроки заработать максимальную прибыль. В среднем, эффективность вложений в 3 раза превышает доходность по депозитам.

Таким образом, говоря об эффективной системе проектного финансирования, необходимо рассматривать соотношение риск/доходность проекта.

С точки зрения субъекта, принимающего решения об инвестировании, соотношение риск/доходность является базовой категорией, находящейся в основе принятия решения об инвестировании средств. Поэтому, стремясь подходить системно, можно сформулировать следующее: и снижение рисков инвестирования, и повышение доходности инвестирования, а также сочетание обоих этих факторов, будет обуславливать формирование эффективной системы проектного финансирования.

Теперь перейдем к определению путей улучшения соотношения риск/доходность в данном исследовании.

Основываясь на этом, были проанализированы имеющиеся эмпирические данные о реализации инвестиционных проектов на условиях проектного финансирования в строительной отрасли России на предмет выявления закономерностей, позволивших перейти к практической реализации данных проектов.

Во-вторых, был проведен анализ законодательной базы нашей страны на предмет выявления возможных недочетов, исправление которых даст положительный эффект и возможность масштабного распространения данного вида финансирования.

Результатом проведенной работы стало определение двух основных путей реализации эффективной системы проектного финансирования:

1. Устранение недостатков в российском законодательстве.

По мнению автора, для формирования эффективной системы проектного финансирования необходимо принятие совокупности правовых норм, чётко регулирующих важнейшие вопросы проектного финансирования в рамках инвестиционного проектирования коммерческих банков и деятельности проектных компаний.

Автором выдвигаются следующие предложения:

— В первую очередь, необходимо ввести условия пользования землёй и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству Российской Федерации. Облегчить процедуру оформления земельных отношений, особенно в части долгосрочной аренды земли и регистрации ипотеки.

Минимизация необходимого пакета документов для регистрации залога земли, а также единые во всех субъектах Российской Федерации стандарты оформления позволят крупным компаниям, имеющим проекты в различных субъектах страны, выработать единый подход при работе с земельными активами.

А для компаний, имеющих единичный проект, вышеуказанные изменения позволят более эффективно использовать временные рамки проекта.

— Во-вторых, расширение возможностей использования залога при осуществлении кредитования.

Учитывая тот факт, что в отечественном законодательстве нет четких нормативных актов, позволяющих обращать взыскание на такие специфически виды залогов, как доходы (выручка) будущих периодов, права требования по будущим поставкам и т.д., большая часть проектов, предлагаемых бенефициарами для финансирования банкам, получают отказы.

В основном, банки объясняют это именно недостаточностью залогового обеспечения.

Следовательно, при появлении у кредитных организаций инструментальной основы, позволяющего им быть уверенным в возможности его использования для возмещения своих убытков при дефолте проекта, увеличит число реализуемых проектов в стране и позволит наиболее эффективно структурировать процесс финансирования проекта и использования заемных средств.

— проведение переоценки основных фондов в соответствии с инфляцией.

Данное обстоятельство позволит ежегодно улучшать основные финансовые показатели проектной компании. Вследствие чего лояльность и заин-

тересованность инвесторов с каждым годом будет возрастать, что позволит «наращивать» на используемую проектную компанию вторую, третью и т.д. очереди одного проекта (например, возведение нескольких корпусов жилищного комплекса).

— специальные налоговые режимы.

Данная мера позволит привлечь капитал инвесторов в социально значимые проекты и в малоприбыльные зоны.

— совершенствование системы налогов, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений.

Данная мера благотворно повлияет на структуру баланса проектной организации, что повысит ее привлекательность. Особенно для инвесторов, вступающих в проект уже на стадии его реализации. Возможность более эффективно использовать амортизационные отчисления и совершенствование системы налогообложения позволит компании получить прибыль на более раннем этапе и, как следствие, быстрее погасить задолженность перед банком-кредитором.

— Четкое «разграничение» и определение инвестиционной деятельности коммерческих банков в российском законодательстве.

В том числе изменения положений ЦБ РФ о резервировании №254-П и 283-П для проектных компаний, позволяющие не относить проектную компанию к 5 (безнадежной) категории качества, что позволит в том числе и скорректировать кредитную политику банков в части рассмотрения и работы с проектами.

Большая часть предложенных выше норм должна содержаться в специальном законе об инвестиционном проектировании коммерческих банков Российской Федерации.

2. Минимизация проектных рисков

В целях минимизации рисков при проектном финансировании предлагается использовать методику балльной оценки рисков, описывающую основные показатели любого проекта, такие как:

1. Рынок/конкуренция на рынке, где основными параметрами могут быть:
 - Конъюнктура рынка;
 - Конкурентная позиция Проекта/Проектной компании на рынке
2. Зависимость от рыночных факторов:
 - Ценовые риски;
 - Зависимость от поставщиков;
 - Зависимость от покупателей
3. Зависимость от нерыночных факторов:
 - Судебные разбирательства;
4. Надежность компании:
 - Надежность Учредителей/инициаторов;
 - Доступ к рынку заемного капитала

Данные показатели позволят всесторонне оценить риски любого проекта. Однако, только описания данных факторов недостаточно для создания полноценной картины рисков проекта, поэтому в целях мониторинга динамики рисков проекта на протяжении всего «срока жизни» проекта, следует ввести именно балльную оценку.

Учитывая различную значимость каждого параметра, предлагается расставить веса каждого показателя следующим образом:

Рынок/конкуренция на рынке – от 0 до 10 баллов;

Зависимость от рыночных факторов – от 0 до 6 баллов;

Зависимость от нерыночных факторов – от 0 до 4 баллов;

Надежность компании – от 0 до 6 баллов.

В Таблице 3 приведена часть предлагаемой методики оценки рисков, описывающая раздел анализа рисков по показателю «Рынок/конкуренция на рынке».

Таблица 3.

Раздел методики балльной оценки рисков проектного финансирования

Показатель	Качественные характеристики	Оценка, в баллах	Комментарии
Рынок/конкуренция (max оценка)		10	
Конъюнктура рынка	Спрос существенно превышает предложение (рост цен реализации продукции),	6	Анализ данного показателя позволяет определить, является ли расчетный (плановый или фактический за определенный период) объем реализации Инвестором продукта проекта оправданным, что позволит определить будущие финансовые показатели Проектной компании. Таким образом, наступление данного рисковогго события приводит к тому, что, вследствие падения спроса (изменение конъюнктуры, платежеспособности, сужение емкости рынка и т.п.), снижается выручка, рентабельность деятельности, и предприятие оказывается не в состоянии обслуживать свои обязательства.
	Спрос не существенно превышает предложение,	4,5	
	Спрос растет пропорционально росту предложения (растут объемы производства при стабильных ценах),	3	
	Спрос стабилен (роста объемов производства не наблюдается),	1,5	
	Спрос стабилен, но возможно падение спроса или снижение цен,	0	
	Спрос падает (снижение объемов производства и цен реализации продукции одновременно более 20%).	СТОП	

<p>Конку- рентная позиция Проек- та/Проект ной ком- пании на рынке</p>	<p>Сильная позиция - способ- ность влиять на ценообра- зование на рынке. Доля рынка более 25%,</p>	<p>4</p>	<p>Наступление данного рискового события при- водит к тому, что, вслед- ствие перераспределения на данном сегменте рын- ка спроса в пользу конку- рентов (более активная позиция конкурентов на рынке (предоставление скидок, льготного обслу- живания и т.п.)), появле- ние нового вида сопутст- вующих предложений у конкурентов, усиления позиций конкурента за счет, например, расшире- ния его агентской сети), происходит падение объ- емов реализации и сни- жение рентабельности продаж. В результате Проект/Проектная ком- пания может оказаться не в состоянии в полном объеме и в срок отвечать по своим обязательствам. Анализ производится на основании данных о ем- кости рынка, совокупной реализации с определени- ем доли Клиента на дан- ном рынке. Целью анали- за является выявление основных конкурентных преимуществ Проекта и его рыночной стратегии по отношению к другим конкурентам, а также оп- ределение его слабых сторон. При анализе данного рис- ка необходимо иметь в виду такие факторы, как срок жизни товара на рынке, насыщенность рынка (при высокой на- сыщенности рынка про-</p>
--	--	----------	--

	Средняя позиция - сравнимая с другими игроками (доля рынка 5-25%),	2	
	Незначительная (доля рынка менее 5%),	0	
	<p>Проект/Проектная компания только входит на рынок, на котором наблюдается острая конкуренция, и перспективы освоения компанией какой-либо доли рынка практически отсутствуют.</p>	СТОП	

В результате оценки рисков проекта, проведенной с использованием предложенной методики, бизнес-риск Проекта и Учредителей/Инициаторов Проекта может быть оценен, как:

- Низкий – от 15 до 26 баллов,
- Средний – от 5 до 14 баллов,
- Высокий – менее 5 баллов или имеется хотя бы один показатель, качественная характеристика которого соответствует «СТОП».

Применив предложенную методику балльной оценки рисков проекта, рассмотрим ее на примере строительства трехэтажного Торгового центра, (Проект №1) и проекта финансирования строительства и реконструкции малоэтажных жилых домов на территории дачного хозяйства «Успенское», (Проект №4).

Таблица 4.

Применение методики оценки рисков на Проекте строительства трехэтажного Торгового центра, (Проект №1).

Показатель	Качественные характеристики	Оценка, в баллах	Комментарии
Рынок/конкуренция		5 (из max 10)	
Конъюнктура рынка	Спрос растет пропорционально росту предложения (растут объемы производства при стабильных ценах)	3	На момент анализа проекта на рынке наблюдается насыщение торговыми площадями.

Конкурентная позиция Прок-та/Проектной компании на рынке	Средняя позиция - сравнимая с другими игроками (доля рынка 5-25%) ,	2	Учитывая тот факт, что мы изначально рассматривали ОАО «ААА» как компанию, имеющую немалый опыт на девелоперском рынке Московского региона, ее конкурентную позицию можно сравнить с другими игроками.
Зависимость от рыночных факторов		6 (из max 6)	
Ценовые риски	Проект не имеет прямой зависимости от курсов валют и есть определенная уверенность в стабильности курсов валют на ближайшую перспективу (3 мес.)	2	Все затраты проекта (приобретение стройматериалов, оплата работы и т.д.) происходят в рублях, продажа\аренда площадей – также в рублях.
Зависимость от поставщиков	Ни один поставщик не имеет доли более 10% в общем объеме поставок и отсутствуют безальтернативные поставщики, без которых невозможно осуществление деятельности.	2	На текущий момент рынок поставщиков для строительной отрасли достаточно широк
Зависимость от покупателей	Доля крупнейшего покупателя менее 10% от объема продаж.	2	Предполагается, что в ТЦ не будет якорных арендаторов

Зависимость от нерыночных факторов		1 (из max 4)	
Судебные разбирательства	Судебных разбирательств с участием Учредителей/инициаторов Проекта нет, но сделать аналогичный прогноз на ближайшую перспективу (3 мес.) затруднительно.	1	Учитывая тот факт, что ОАО «ААА» является заметным игроком на рынке недвижимости, а также появление за последние 3 года большого числа налоговых претензий к различным компаниям, полностью исключить риск отсутствия в ближайшей перспективе налоговых претензий нельзя
Надежность компании		4 (из max 6)	
Надежность Учредителей/инициаторов	Учредители/инициаторы известны в российских бизнес-кругах и имеют положительную деловую репутацию	3	Учредители/инициаторы проекта имеют положительную репутацию и опыт работы в строительной отрасли
Доступ к рынку заемного капитала	Доступ к рынку российского капитала незначительно ограничен (спектром продуктов, сроками кредитных сделок, стоимостью ресурсов),	1	ОАО «ААА» (как и многие строительные компании) не имеет свободного выхода на международный рынок ссудных капиталов или на открытый рынок.

Итого: $5+6+1+4 = 16$ баллов.

Основываясь на предложенной методике, можно сделать вывод о низкой степени рисков данного проекта.

Таблица 4.

Применение методики оценки рисков на Проекте строительства и реконструкции малоэтажных жилых домов на территории дачного хозяйства «Успенское». Инвестор – ООО «DDD» (Проект 4).

Показатель	Качественные характеристики	Оценка, в баллах	Комментарии
Рынок/конкуренция		6 (из max 10)	
Конъюнктура рынка	Спрос существенно превышает предложение (рост цен реализации продукции)	6	Спрос на коттеджные поселки в настоящее время продолжает расти
Конкурентная позиция Прокта/Проектной компании на рынке	Незначительная (доля рынка менее 5%)	0	Компания занимает незначительную долю рынка
Зависимость от рыночных факторов		5 (из max 6)	
Ценовые риски	Проект не имеет прямой зависимости от курсов валют, но нет определенной уверенности в стабильности курсов валют на ближайшую перспективу (3 мес.)	1,5	На момент анализа проекта наблюдаются колебания в курсах валют
Зависимость от поставщиков	Ни один поставщик не имеет доли более 15% в общем объеме поставок и отсутствуют безальтернативные поставщики, без которых невозможно осуществление деятельности.	1,5	На текущий момент рынок поставщиков для строительной отрасли достаточно широк, однако реконструкция объектов предполагает наличие нескольких крупных поставщиков

Зависимость от покупателей	Доля крупнейшего покупателя менее 10% от объема продаж.	2	Предполагается продажа квартир конечным покупателям
Зависимость от нерыночных факторов		1 (из max 4)	
Судебные разбирательства	Судебных разбирательств с участием Учредителей/инициаторов Проекта нет, но сделать аналогичный прогноз на ближайшую перспективу (3 мес.) затруднительно.	1	Учитывая текущую судебную практику в стране, пренебрегать данными рисками нельзя
Надежность компании		1,5 (из max 6)	
Надежность Учредителей/инициаторов	Учредители/инициаторы малоизвестны, но можно сделать вывод, что их деловая репутация положительна	1	Компания только выходит на рынок строительства масштабных проектов
Доступ к рынку заемного капитала	Доступ к рынку российского капитала ограничен, но привлечение стороннего финансирования представляется возможным	0,5	ООО «DDD» не является крупным игроком на рынке строительства недвижимости, однако его финансовое положение стабильно

Итого: $5+6+1+1,5 = 13,5$ баллов.

Риски Проекта 4 оцениваются как «средние».

Основываясь на проведенном анализе, можно сделать вывод, что компания, имеющая большой опыт работы на строительном рынке и диверсифицирующая свою зависимость от поставщиков и покупателей имеет наибольшие шансы получения финансирования от потенциальных инвесторов.

Тот факт, что доходность Проекта №4 является меньшей по сравнению с доходностью Проекта №1, даже учитывая тот факт, что темпы роста сегмента загородного жилья превышают темпы роста коммерческой недвижимости,

еще не свидетельствует о меньших рисках Проекта №4. Система оценки рисков показала, на что в первую очередь необходимо обратить внимание для минимизации рисков Проекта №4, а, следовательно, и формирования более эффективной системы финансирования данного проекта.

Основываясь на предложенной методике оценки рисков при проектном финансировании, становится возможным проведение максимально подробного анализа рисков проекта любой сложности. А также появляется возможность сравнения похожих проектов не только с точки зрения финансовых показателей, но и со стороны рисков, которым данные проекты подвержены.

В диссертации с использованием балльной методики оценки рисков, описанной выше, была проведена их апробация и получены следующие выводы:

— Применение методики балльной оценки рисков дает возможность сравнивать общие рыночные риски каждого проекта между собой. Что позволит потенциальным инвесторам принять наиболее точное решение при выборе объекта инвестирования;

— Применение методики оценки рисков в совокупности с анализом основных показателей проекта позволит инвесторам проекта проводить мониторинг эффективности вложений на протяжении всего «срока жизни» проекта;

— Применение предложенных методов оценки рисков дает возможность управления основными рисками проекта, что в конечном итоге будет положительно влиять на эффективность проекта.

Таким образом, можно сделать вывод, что использование предложенной методики анализа рисков позволит сформировать наиболее эффективную систему проектного финансирования.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

По результатам проведенного исследования можно сделать следующие основные выводы:

1. Проектное финансирование является относительно новой для России, но достаточно эффективной и перспективной формой кредитования. Данный вид кредитования за последние 5 лет широко развивается в банках, однако не все кредитные организации правильно трактуют данный термин. Проектное финансирование в чистом виде в России практически отсутствует. В стране отсутствует опыт управления проектами, профинансированными методом проектного финансирования, в условиях стагнации отрасли в частности и экономики в целом.
2. До середины 2008г. рынок строительства в Московском регионе бурно развивался. С 2003г. прирост цен на недвижимость наблюдается в размере 30% ежегодно, а огромный приток нефтедолларов в страну обуславливает наличие платежеспособного спроса. На рынке появляется все большее количество инициаторов проектов строительства. Мировой финансовый кризис внес свои коррективы в развитие данной отрасли, поставив под вопрос получение сверхприбыли и сделав особо острым вопрос оценки рисков проектного финансирования. В связи с этим сегодня весьма актуальной задачей исследования являются вопросы формирования эффективной системы проектного финансирования в данной отрасли, а также инструменты, позволяющие максимально быстро и точно провести анализ проекта, выбрать наиболее доходный и менее рискованный проект, определить «устойчивость» проекта под влиянием внешних факторов.
3. В настоящее время отсутствуют общепринятые методы структурирования проекта. Каждый инвестор, как правило, сейчас ими выступают кредитные организации, разрабатывает свои системы оценки проекта, в том числе и систему анализа проектных рисков.

4. С наступлением глобального финансового кризиса многие инвесторы столкнулись с проблемой отсутствия инструментов, позволяющих в короткие сроки проанализировать риски проекта и тенденции их развития под влиянием кризиса.
5. При анализе системы проектного финансирования были выявлены две основные проблемы, решение которых позволило бы повысить ее эффективность:
 - наличие недостатков в российском законодательстве, которые существенным образом влияют на развитие проектного финансирования в России;
 - отсутствие системы анализа и сравнения проектных рисков.
6. Для формирования эффективной системы проектного финансирования необходимо принятие совокупности правовых норм, чётко регулирующих важнейшие вопросы проектного финансирования в рамках инвестиционного проектирования коммерческих банков и деятельности проектных компаний. В первую очередь необходимо урегулировать следующие вопросы:
 - Облегчение процедуры оформления земельных отношений, особенно в части долгосрочной аренды земли и регистрации ипотеки;
 - расширение возможностей использования залога при осуществлении кредитования;
 - проведение переоценки основных фондов в соответствии с инфляцией;
 - специальные налоговые режимы.
7. При анализе рисков проекта необходимо обращать внимание не только на специфические риски каждого проекта, но и проводить анализ общих политических, макроэкономических, маркетинговых и т.д. рисков.

8. В целях более эффективного управления рисками проекта, а также возможности сравнения рисков по разным проектам необходимо использовать балльную (количественную) систему оценки рисков.
9. Недостаточно проводить анализ рисков проекта только на момент «вхождения в проект». Проведение регулярного мониторинга рисков проекта в конечном итоге будет положительно влиять на эффективность проекта
10. Практическое применение предложенной системы оценки рисков показало, что при использовании предложенного метода оценки можно увеличить эффективность системы проектного финансирования.

Основные результаты исследования нашли свое отражение в следующих публикациях автора:

1. Горькова Н.А. Основные прииски при проектном финансировании/Материалы 21-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления - 2006», Выпуск 3, - М.:ГУУ, 2006, С.132-133.
2. . Горькова Н.А. Социально-экономические проблемы развития региона/Материалы международной научно-практической конференции, посвященной выдающемуся экономисту Ивановского края Н.Д. Кондратьеву, - Ивановский государственный университет, 2006г., С.171-174.
3. Горькова Н.А. Правовые основы организации процесса проектного финансирования/Материалы 22-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления -2007», Выпуск 3, - М.:ГУУ, 2007, С.179-181.