

СТАВКА РЕФИНАНСИРОВАНИЯ

и окупаемость проектов импортозамещения

Сергей
ГЛУБОКИЙ,
Наталья
МАКАРЕВИЧ,
маркетологи

Отвыкли мы от такого частого изменения ставки рефинансирования Национального банка Республики Беларусь. Девять раз за полгода! Напомним, до 15 марта – 10,5% годовых, с 16 марта – 12%, с 20 апреля – 13%, с 18 мая – 14%, с 1 июня – 16%, с 22 июня – 18%, с 13 июля – 20%, с 17 августа – 22%, с 1 сентября – 27%, с 14 сентября – 30%.

Как говорится, к хорошему человек привыкает быстро. Маркетолог – тоже человек, хотя кое-кто из топ-менеджеров отечественных предприятий в этом сомневается. Что это, мол, за человек такой, который переживает не за себя, любимого, не за родную компанию, а за какого-то там абстрактного потребителя, за какую-то обезличенную целевую аудиторию? Это ж вражеский агент какой-то! И нет чтобы, как все нормальные люди, оценивать эффективность экспортно-импортных проектов по прибыли и рентабельности, так он применяет какое-то непонятное дисконтирование...

Именно! Маркетолог – это агент потребителей и целевой аудитории в компании. Но потребителей вполне персонифицированных, а целевой аудитории – вполне конкретной. Именно из денежных поступлений от них и формируется та самая прибыль, за которую «переживают» топ-менеджеры, а также фонд заработной платы, который «волнует» всех остальных сотрудников предприятия. И расчет этих поступлений должен быть особенным, учитывающим упущенные возможности других вариантов экспорта, импорта и импортозамещения. Уж кто, как не маркетолог, лучше всех знает, какие именно рыночные возможности были упущены...

Все надо просчитывать!

Сейчас в нашей стране много говорят об импортозамещении. Вообще-то о нем говорят всегда, но в условиях экономического спада особенно много. Как будто развитие экспорта и импортозамещения – единственный выход из валютного кризиса. Однако если посмотреть на обывательском уровне, даже белорус, не имеющий маркетингового образования, видит многочисленные примеры небольших европейских стран (чуть больше, чуть меньше Беларуси), которые совершенно не занимаются импортозамещением, но усиленно экспортируют шоколад, сыр, моющие средства, часы, бытовую технику, грузовые автомобили, станочное оборудование, туристические услуги и др. Почему не занимаются импортозамещением? Просто потому, что оно невыгодно с учетом упущенных возможностей развития экспорта. При этом с точки зрения рентабельности в рамках одного года импортозамещение может быть и выгодно, но как только мы выходим на уровень долгосрочных проектов (а краткосрочные здесь и нереальны), инвестиции оказываются неэффективными. Короче говоря, все надо строго просчитывать, а не действовать по интуиции. Для такой оценки как раз и нужна процедура дисконтирования.

Дело в том, что при крупных инвестициях в маркетинг по долгосрочным экспортно-импортным проектам (внедрение новой технологии для получения экспортного или импортозамещающего продукта, строительство регионального представительства с сервисным центром, сооружение крупногабаритного рекламного объекта, компенсация финансовых потерь от введения дисконтной программы) маркетологам приходится иметь дело с существенным отставанием доходов от расходов по проектам.

Между тем если бы эти же финансовые ресурсы были помещены на депозитные счета в банках или переведены в государственные краткосрочные облигации, то начали бы приносить доход с первого же дня на уровне ставки рефинансирования Национального банка Республики Беларусь. Учесть потери от запаздывания доходов (временного лага) позволяет процедура дисконтирования, которая представляет собой перевод прогнозируемых денежных сумм в «обесцененный» вид. И дело здесь вовсе не в учете потерь от инфляции (хотя и их тоже по этой методике можно учесть!), а именно в учете отставания доходов от расходов, что так актуально для вложений в маркетинг. И хотя в дальнейшем используется термин «расходы», отношение к этим денежным средствам исключительно как к «инвестициям»!

Оценка экономической эффективности инвестиций в долгосрочные маркетинговые проекты должна происходить с учетом упущенных возможностей более выгодного размещения тех же средств. Это можно сделать, если привести будущие доходы и расходы к текущему моменту по известной методике расчета чистого приведенного дохода (*net present value*):

$$NPV = \sum_{i=1}^t D_{di} - \sum_{i=1}^t P_{di} = \sum_{i=1}^t \frac{D_i}{(1+E)^i} - \sum_{i=1}^t \frac{P_i}{(1+E)^i} \geq 0,$$

где D_{di} , P_{di} – дисконтированные доходы и расходы (сегодняшние аналоги сумм будущих доходов и расходов по долгосрочному проекту импортозамещения или экспортному проекту в i -м периоде);

D_i , P_i – дисконтируемые доходы и расходы (доходы и расходы по долгосрочному проекту импортозамещения или экспортному проекту в i -м периоде, прогнозируемые маркетологами «сглаживанием-скольжением» по Z-диаграмме);

E – ставка дисконтирования в десятичном виде (ставка рефинансирования Национального банка Республики Беларусь, реальная процентная ставка или ставка платы за кредит – в зависимости от источника финансирования долгосрочного проекта);

t – число периодов дисконтирования (число временных периодов, отделяющих расчетный момент от текущего, или длительность долгосрочного проекта).

Долгосрочный проект признается эффективным, если величина NPV – неотрицательная. Это значит, что экспортный или импортозамещающий продукт, региональное представительство, рекламная установка или система скидок оказываются эффективными по сравнению с вложением тех же финансовых ресурсов в депозиты или государственные краткосрочные облигации.

Удачно упущенные возможности... импортозамещения

Пример расчета и оценки эффективности проекта импортозамещения по такой методике приведен в таблице 1.

Средний уровень расходов на маркетинг по проекту импортозамещения (см. строку 3 в табл. 1) определяется по формуле

$$P_{cp} = \sum D_i / t,$$

где D_i – доходы по долгосрочному проекту импортозамещения в i -м периоде, прогнозируемые маркетологами «сглаживанием-скользящим»;

t – период (число месяцев, кварталов, полугодий, лет), на который рассчитан маркетинговый бюджет.

По сути, это будут не столько «средние», сколько предельные расходы на маркетинг, поскольку больше топ-менеджмент (в лице управляющего и финансового директора) все равно не выделит, а ориентироваться он будет на распределенные доходы по этому проекту (см. строку 4 в табл. 1), рассчитываемые практически по той же формуле

$$D_{cp} = \sum D_i / t.$$

Естественно, реально выделяемые на маркетинг (дисконтируемые) средства отличаются от этого среднего показателя, как правило, в меньшую сторону. Коэффициенты дисконтирования

$$k_{di} = 1 / (1 + E_i)^i,$$

в которых ставка дисконтирования (она же – ставка рефинансирования!) может тоже меняться, уменьшают их еще больше (см. строки 7 и 8 в табл. 1).

Что касается ставки дисконтирования, то до конца 2011 года предполагаем увеличение ставки рефинансирования на 2 процентных пункта, т.е. до 32% годовых (8% квартальных, что в десятичном виде дает ставку 0,08). В I квартале 2012 г. прогнозируем определенную стабилизацию, которая позволит снизить ставку рефинансирования до 20% годовых (5% квартальных, в десятичном виде – 0,05), но нарастающая во всем мире рецессия заставит вновь повышать ее – до 24% годовых во II квартале 2012 г. и до 28% годовых в III квартале 2012 г. (соответственно 6% и 7% квартальных, в десятичном виде – 0,06 и 0,07).

Следует обратить внимание, что для IV квартала 2011 г. расчетный момент времени совпадает с текущим, что делает показатель степени i в знаменателе коэффициента дисконтирования $1 / (1 + E)^i$, равным нулю. Любое число в нулевой степени равно 1. Поэтому для 1-го периода дисконтирования дисконтированный и дисконтируемый доходы равны между собой так же, как и дисконтированный и дисконтируемый расходы:

$$D_{d1} = D_1 = 300\,000 \text{ у.е.};$$

$$P_{d1} = P_1 = 160\,000 \text{ у.е.}$$

Чистый приведенный доход по проекту импортозамещения (см. строку 13 в табл. 1) составил 290 060 у.е., что говорит о его экономической эффективности.

Однако давать заключения по поводу результативности долгосрочных проектов импортозамещения и экспортных проектов целесообразно на основе не абсолютных, а сравнительных или относительных показателей, каковыми как раз и являются расчетная норма рентабельности и период окупаемости инвестиций. Сравнивая их со ставкой рефинансирования Национального банка Республики Беларусь, действующей на текущий момент, можно сделать более точный вывод об эффективности. Скажем, если сегодня этот показатель составляет 30% годовых, то это означает, что «нормативный» период окупаемости инвестиций составляет:

$$T_H = 1 / E = 1 / 0,3 = 3,33 \text{ года.}$$

Именно на такую окупаемость должны «равняться» экспортные проекты и проекты по импортозамещению. Если они не «дотягивают» до такой окупаемости, то от них просто следует отказываться и рассматривать в качестве... удачно упущенных возможностей.

Показатель	Периоды дисконтирования			
	1-й (IV квартал 2011 г.)	2-й (I квартал 2012 г.)	3-й (II квартал 2012 г.)	4-й (III квартал 2012 г.)
Исходные данные				
1. Предполагаемые доходы (выручка) по проекту импортозамещения, у.е. / кв.	240 000	280 000	320 000	360 000
2. Предполагаемая квартальная ставка дисконтирования (в десятичном виде)	0,08	0,05	0,06	0,07
Расчетные показатели				
3. Средние (распределенные) доходы по проекту импортозамещения, у.е. / кв.	300 000	300 000	300 000	300 000
4. Средние (предельные) расходы по проекту импортозамещения, у.е. / кв.	300 000	300 000	300 000	300 000
5. Дисконтируемые расходы по проекту импортозамещения, у.е. / кв.	160 000	240 000	200 000	280 000
6. Бюджет проекта импортозамещения, у.е.	880 000			
7. Коэффициент дисконтирования	1,000	0,952	0,890	0,816
8. Дисконтированные расходы по проекту импортозамещения, у.е. / кв.	160 000	228 580	178 000	228 480
9. Дисконтированный бюджет проекта, у.е.	795 060			
10. Дисконтированные доходы по проекту импортозамещения, у.е. / кв.	240 000	266 560	284 800	293 760
11. Дисконтированная выручка по проекту импортозамещения, у.е.	1 085 120			
12. Разность между дисконтированными доходами и расходами, у.е. / кв.	80 000	37 980	106 800	65 280
13. Чистый приведенный доход, у.е.	290 060			
14. Индекс доходности (в десятичном виде)	1,365			
15. Расчетная норма рентабельности, %	36,5			
16. Период окупаемости, лет	2,74			

Связь показателей эффективности

В № 7 «МарКИТ» за 2011 год в качестве основного показателя эффективности маркетинговых и сбытовых проектов рассматривался индекс доходности. Этот индекс рассчитывается как отношение суммы дисконтированных доходов (по строкам 10 или 11 в табл. 1) к сумме дисконтированных расходов (по строкам 8 или 9 в таблице):

$$PI = \sum D_{di} / \sum P_{di} = 1\,085\,120 / 795\,060 = 1,365.$$

Величина этого показателя больше 1, что говорит о превышении доходов над расходами по проекту импортозамещения, а значит, об экономической эффективности последнего. Если необходима не столько качественная, сколько количественная оценка, то анализ эффективности дополняется определением расчетной нормы рентабельности (accounting rate of return):

$$ARR = PI - 1 = 1,365 - 1 = 0,365.$$

Расчетная норма рентабельности в десятичном виде может быть определена и другим способом: как отношение чистого приведенного дохода (см. строки 12 и 13 табл. 1) к сумме дисконтированных расходов (по строкам 8 или 9 в таблице):

$$ARR = NPV / \sum P_{di} = 290\,060 / 795\,060 = 0,365, \text{ или } 36,5\%.$$

Обратная величина как раз и представляет собой не что иное, как период окупаемости инвестиций по проекту импортозамещения:

$$T = \sum P_{di} / NPV = 795\,060 / 290\,060 = 2,74 \text{ года.}$$

Такая окупаемость вписывается в «норматив», установленный ставкой рефинансирования Национального банка Республики Беларусь, – 3,33 года. Это означает, что проект импортозамещения эффективен и имеет смысл его финансировать. К сожалению, в Беларуси редкие проекты импортозамещения могут похвастать подобными показателями. В подавляющем большинстве случаев их окупаемость составляет больше 5, а то и 10 лет. Между тем мы ориентировались на оптимистический прогноз

▲ Таблица 1. Исходные данные и расчетные показатели для оценки эффективности проектов импортозамещения по индексу доходности

по стабилизации экономической ситуации в стране. Если развитие пойдет по пессимистическому сценарию, то ставка рефинансирования может продолжить свой рост и понадобится еще более «быстрая» окупаемость маркетинговых проектов.

Стоимость приобретения или себестоимость изготовления?

Как показывает опыт кризисов 1991-1993 и 1998-1999 годов, инфляция могла достигать не только десятков, но и сотен процентов, переходя в разряд гиперинфляции. (Скажем, дефлятор 1993 года по отношению к 1992 году составлял 23, т.е. 2 200% за год!) В таких условиях методика дисконтирования практически неприменима. В качестве альтернативы рассматривается тендерный подход к проектам импортозамещения или импортным проектам на основе удельных внебалансовых затрат *OBC* (*off balance cost*).

$$OBC = C + A + Z_{пл} + \underbrace{\frac{C_{тр}}{Q} + \frac{C_{хр}}{Q} + \dots}_{\text{Затраты балансовые}} + \underbrace{E \cdot \frac{U}{Q}}_{\text{Упущенные возможности}} \rightarrow \min,$$

Затраты внебалансовые

где *C* – удельные материальные затраты (стоимость приобретения импортного товара или себестоимость изготовления импортозамещающей продукции) либо себестоимость за вычетом наиболее важных статей, которые выделяются в отдельные слагаемые;

A – удельная амортизация производственного, маркетингового, торгового и (или) рекламного оборудования либо удельная аренда офисных помещений и (или) производственных, торговых, складских площадей;

Q – предполагаемый объем продаж импортируемого или импортозамещающего товара (пессимистический показатель из *Z*-диаграммы);

Z_{пл} – заработная плата производственного, маркетингового, торгового и (или) рекламного персонала;

C_{тр} – сумма транспортных расходов по импортному проекту или проекту импортозамещения;

C_{хр} – суммарные расходы на хранение импортных товаров или импортозамещающей продукции;

... – другие виды затрат, включаемые в себестоимость и проходящие по трем «старым» формам финансовой отчетности (форма №1 «Баланс предприятия», форма №2 «Отчет о прибылях и убытках», форма №5 «Приложение к балансу»);

U – инвестиции в маркетинговый проект, проходящие по двум «новым» (с 1999 г.) формам финансовой отчетности (форма № 3 «Отчет об изменении капитала» (до 2007 г. – «Отчет о движении фондов»), форма № 4 «Отчет о движении денежных средств») или не проходящие по ним (имеется в виду, что методика может быть использована и для т.н. управленческого учета).

Все слагаемые в этой формуле – от первого до предпоследнего – составляют т.н. балансовые затраты. Последнее слагаемое – упущенные возможности более выгодного использования финансовых ресурсов, пренебрегая которым, маркетолог отказывается от учета альтернативных стратегических проектов – экспортных поставок, банковских депозитов, арбитражных операций, игры на рынке государственных краткосрочных облигаций и др. Именно это слагаемое и обеспечивает альтернативу дисконтированию.

В ходе тендера (конкурсных торгов) выбирается вариант проекта импортозамещения или импортных поставок, который с учетом инвестиций в маркетинг дает минимум внебалансовых затрат. В примере, представленном в таблице 2, при классической ставке дисконтирования 10% годовых это – вариант 1, которому, кстати, соответствует и минимум балансовых затрат. Однако если ожидается гиперинфляция (расчет ведется в белорусских рублях), то ситуация может коренным образом поменяться. Скажем, при отрицательной реальной процентной ставке –100% оптимальным по минимуму внебалансовых затрат становится вариант 3. В таком случае возможен конфликт между экономистом предприятия, ведущим расчет исключительно по бухгалтерским показателям, и маркетологом – сторонником внебалансового анализа. Топ-менеджер также больше доверяет бухгалтерскому подходу, и он отдал бы предпочтение варианту 1, но его привлекает и вариант 3 с довольно большим предполагаемым объемом продаж. К тому же он высказывает сомнение в реальности показателя 10% годовых.

Преимущество внебалансового анализа в отличие от методики дисконтирования заключается еще и в том, что расчеты проводятся не для единственного значения процентной ставки, а в определенном диапазоне реальных ставок, например, от 10% до –100% годовых, как в приведенном примере (см. табл. 2). Маркетолог может легко провести доказательство эффективности варианта 3, корректируя в сторону уменьшения себестоимость импортозамещающей продукции и размер инвестиций в маркетинг. И если по поводу себестоимости могут быть серьезные возражения со стороны сотрудников производственных подразделений, то сумма инвестиций в маркетинг – вотчина маркетолога!

Отметим напоследок, что при больших инфляционных ожиданиях по методике ОВС, как правило, «выигрывает» вариант маркетинга с самыми крупными инвестициями. И здесь нет ничего удивительного: в таких условиях действительно следует вкладывать в проекты импортозамещения серьезные суммы. Все окупится даже с учетом временного запаздывания! ■

Таблица 2.
Исходные данные и расчетные показатели для оценки проектов импортозамещения и импортных поставок по методике ОВС

Показатель	Варианты проектов			
	1	2	3	4
Исходные данные				
Себестоимость единицы импортозамещающей продукции или стоимость приобретения импортного товара, тыс. руб./шт.	150	155	185	200
Объем поставок, шт.	3 000	2 600	2 900	2 500
Суммарные транспортные расходы по проекту, импортозамещения или импортных поставок, тыс. руб.	75 000	80 000	90 000	70 000
Суммарные инвестиции в проект импортозамещения или импортных поставок, тыс. руб.	450 000	416 000	580 000	350 000
Расчетные показатели				
Удельные инвестиции в проект импортозамещения или импортных поставок, тыс. руб./шт.	150	160	200	140
Балансовые затраты тыс. руб./шт.	175	196	216	228
Расчет внебалансовых затрат при $E=0,1$				
Упущенные возможности, тыс. руб./шт.	15	16	20	14
Внебалансовые затраты, тыс. руб./шт.	190	212	236	242
Расчет внебалансовых затрат при $E=-1,0$				
Упущенные возможности, тыс. руб./шт.	-150	-160	-200	-140
Внебалансовые затраты, тыс. руб./шт.	25	36	16	88
Примечание. Жирным выделены минимальные значения балансовых и внебалансовых затрат по различным вариантам проекта импортозамещения или импортных поставок, выставленным на конкурсные торги.				