

ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ ОБЪЕМА ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ ФИНАНСИРОВАНИИ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

В.В.Прохоров

Сибирский государственный аэрокосмический университет им. М.Ф.

Решетнева, г. Красноярск

Рассмотрены проблемы связанные с оценкой объема корпоративного облигационного займа. Проведен обзор основных методов оценки объема публичного корпоративного облигационного займа. Предложен метод оценки основанный на совокупном учете имущества и денежных потоков предприятия.

Согласно принятой Правительством РФ Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г. предполагается формирования в стране широкого слоя инновационно-активных предприятий. Их доля к 2020 году должна вырасти до 40-50% (в 2007 г. их доля составляла 13%). При этом удельный вес инновационной продукции в общем объеме промышленной продукции должен к 2020 году увеличиться до 25-35%(в 2007 г. их удельный вес составлял 5,5%)[1].

Решение поставленных задач требует широкого применения различных способов и форм финансирования инновационной деятельности, в том числе и с использованием частного капитала. Одной из важнейших форм финансирования инновационной деятельности становятся публичные корпоративные облигационные займы. Главной их особенностью является то, что они размещаются среди неограниченного круга кредиторов на единых для всех рыночных условиях. В Российской Федерации в настоящее время более 95% всех выпусков корпоративных облигационных займов приходится на публичные формы заимствования[2].

В целом любой публичный корпоративный облигационный заем характеризуется рядом показателей: объемом займа, выплачиваемым по нему доходом, сроком привлечения, период выплаты дохода, наличие или отсутствие встроенного опциона, наличие или отсутствия обеспечения или других дополнительных прав. Эти разновидности показателей в различных комбинациях дают новые виды облигаций. Существующая мировая практика говорит, что в настоящее время встречается более 1500 видов облигационных займов[3].

Основными показателями среди них являются четыре: объем, доход, срок привлечения и период выплаты дохода. Два остальных показателя фактически являются вспомогательными и используются в связки с основными показателями. Так встроенный опцион пут или колл по сроку привлечения или увеличивает или укорачивает срок привлечения займа. Опцион конвертации влияет на доходность облигации, так как предполагается обмен долга акционерного общества на долю в его уставном фонде. В свою очередь наличие

обеспечения, которое предоставляется предприятию третьими лицами в виде залога, гарантий или, поручительства, на прямую влияет на объем займа и его доходность.

При принятии управленческого решения об использовании предприятием облигационного механизма для финансирования инновационной деятельности возникает проблема, связанная с оценкой того, на каких условиях он может быть привлечен. В первую очередь это касается оценки такого показателя облигационного займа, как его объем.

При оценке возможного объема облигационного займа предприятия могут использоваться несколько групп методов. Первая группа является фактически нормативной. Оценка объема выпуска облигационного займа определяется или размером уставного капитала или величиной обеспечения, предоставленного в этих целях обществу третьими лицами (залогом, гарантиями, поручительством). Вторая группа определяет объем заимствования на основе учета совокупного имущества хозяйствующего субъекта. Имеющееся у предприятия имущество фактически является своего рода гарантией обеспечением возврата заемного капитала кредитору. Третья группа учитывает денежные потоки предприятия. Они, как и имущество являются своего рода гарантией возврата заемного капитала. Четвертая группа представлена аналоговыми методами, которые используют мультипликаторы учитывающих имущественное положение и денежные потоки двух предприятия. При этом одно из них является предприятием, которое планирует привлечь заемный капитал, а другое выступает предприятием-аналогом, которое уже такой заемный капитал привлекало. Здесь фактически на основе сопоставления рассчитывается объем заемного капитала. Пятая группа обосновывает объем облигационного займа на основании стоимости инвестиционного проекта, который планируется реализовать в рамках конкретного предприятия. Данное обоснование фактически является рекомендацией, ниже которой размер заемного капитала не должны опускаться. Шестая группа методов учитывает операционный и финансовый левэридж. Их предельный размер и является своего рода ограничением по выпуску облигационного займа.

С целью изучения практики оценки возможного объема публичного облигационного займа предприятия, авторами статьи были проанализированы выпуски займов по шести отраслям промышленности за 2005-2007 гг. Выбор отраслей был обусловлен тем, что они являются лидерами в Российской Федерации по использованию облигационной формы финансирования, как по объему привлеченных денежных средств, так и по количеству их выпусков. В целом анализировались 185 облигационных займов предприятий машиностроения, электроэнергетики, черной металлургии, транспорта, связи и телекоммуникации, пищевой промышленности.

В процессе анализа выяснилось, что на рынке облигационных заимствований присутствует две принципиально различные группы заемщиков, которые требуют различные подходы при оценке объема облигационного займа. Первая группа состоит из предприятий, являющихся прямыми заемщиками. Они привлекают публичный заемный капитал непосредственно

для своих нужд. Вторая группа состоит из предприятий являющихся квазизаемщиками. Это дочерние структуры, которые являлись посредниками между кредиторами и непосредственно материнской организацией. Их главной задачей было привлечение заемного капитала и операционной деятельностью они практически не занимались. По анализируемым отраслям промышленности в разные годы доля квазизаемщиков составляла от 11 до 25% от общего количества заемщиков.

При анализе методов оценки объема облигационного займа выяснилось, что российские промышленные предприятия на практике используют три группы методов: методы учитывающие совокупное имущество предприятия, методы учитывающие денежные потоки предприятия и нормативные методы. При этом необходимо отметить то, что методы учитывающие совокупное имущество и денежные потоки предприятия при прогнозировании использовали только прямые заемщики. Нормативные методы использовали только квазизаемщики и частично прямые заемщики. В целом на методы учитывающих совокупное имущество приходилось от 16 до 29% от общего количества применяемых методов. На методы учитывающих денежные потоки от 39 до 47%, а на нормативные методы от 25 до 34%.

Наиболее эффективными с точки зрения точности оценки объема корпоративного облигационного займа, являются нормативные методы. Так как объем выданных предприятию различного рода гарантий и является тем показателем, который определяет объем облигационного займа. Остальные методы оценки дают значительно меньшую точность. Это в первую очередь связано с точностью оценки имущества и денежных потоков предприятий.

Имущество предприятия, как правило, на практике оценивается кредиторами в качестве залога со значительным дисконтом. При этом размер дисконта для каждого кредитора индивидуален. В результате этого в значительной степени на предприятиях занижаются залоговая стоимость имущества, что сказывается на потенциальных заемных возможностях предприятия. В свою очередь объемы денежных потоков предприятий кредиторы учитывают на основе предшествующих периодов с последующей их экстраполяцией на будущий период. В результате если выручка у предприятия в предшествующие периоды была невысокой, то и потенциальные возможности по привлечению им заемного капитала также будут невысокими. При этом еще существует вероятность того, что и сам прогноз по ряду причин, в том числе и независимых от предприятия может не сбыться.

Это подтверждает и приведенный анализ отраслей промышленности. При использовании методов оценки на основе учета совокупного имущества предприятия среди прямых заемщиков в до 42% выпусках облигационных займов они не были обеспеченными имуществом. При использовании методов оценки на основе учета денежных потоков такая же ситуация среди прямых заемщиков встречалась в до 48% случаях.

2005-2007 гг. были относительно стабильными годами для Российской Федерации. В стране наблюдался рост ВВП и на отечественном финансовом рынке имелся избыток денежных средств. Поэтому необеспеченные займы

размещались без особых проблем. В условиях же экономического кризиса данные корпоративные облигационные займы в заявленных объемах не смогли бы разместиться на российском финансовом рынке. Кроме того, в 2008-2009 гг. наблюдались дефолты именно по необеспеченным облигационным займам. Поэтому сегодня на повестке дня стоит задача, с одной стороны, объективно оценить заемные возможности предприятия с точки зрения выпуска облигационного займа.

В основе предложенной методики оценки объема публичного корпоративного облигационного займа лежит совместное применение двух наиболее часто используемых методов оценки: метода учитывающего совокупное имущество предприятия и метода учитывающего его денежные потоки. В предложенной методике оценки нивелируются имеющиеся существующие недостатки вышеуказанных методов оценки. Она учитывает на предприятии в совокупности активы предприятия (с поправочными коэффициентами) и среднегодовая выручка предприятия за несколько лет. При этом полученные значения в дальнейшем уточняются с учетом ценностей, находящихся на забалансовых счетах предприятия. В дальнейшем на основе окончательно полученных данных и проводится оценка объема корпоративного облигационного займа, который можно привлечь на рыночных условиях.

Для использования предложенной методики оценки необходима определенная информационная база. Основой такой информационной базой является две группы информационных источников, в том числе бухгалтерская отчетность предприятия и внеучетные данные по предприятию.

Для доказательства эффективности предложенной методики оценки было проведено ее тестирование. Само тестирование включала в себе два этапа. На первом этапе прогнозировался объем публичного корпоративного облигационного займа на основе предложенной методики. На втором этапе проводилось сравнение полученных оценочных значений объема публичного корпоративного облигационного займа с фактическими значениями объема по анализируемым предприятиям шести отраслей экономики, которые выпустили в 2005-2007 гг. собственные облигационные займы. На этой основе определялось, имелся ли дефицит или резерв возможностей по объему публичного корпоративного облигационного займа привлекаемому на рыночных условиях.

В результате сравнений были сделаны следующие выводы. Во-первых, при оценке объема публичного корпоративного займа предложенной методикой обеспечение по возврату денежных средств кредиторам составило в от 69 до 86% облигационных выпусках. Во-вторых, качество обеспечения за счет совокупного имущества и денежных потоков в 85 до 93% случаев позволяло привлечь предприятию дополнительно денежных средств свыше 100% от фактически привлеченных.

В целом предложенная методика оценки объема публичного корпоративного облигационного займа позволяет предприятию более точно оценивать свои заемные возможности. Это в свою очередь влияет на принятие

правильного управленческого решения по использованию публичного корпоративного облигационного займа в качестве формы финансирования своей инновационной деятельности.

Библиографический список

1. Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 17 ноября 2008 г. № 1662-р
2. <http://www.cbonds.info/ru/rus/>