

**ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПУБЛИЧНОГО ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА РОССИЙСКИМИ
ПРОМЫШЛЕННЫМИ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ СВОЕЙ
ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

В статье рассматриваются проблемы связанные с прогнозированием на предприятии показателей публичного заемного капитала при финансировании своей инновационной деятельности. Проведена оценка качества прогнозирования показателей публичного заемного капитала. Выявлены ключевые показатели публичного заемного капитала, которым необходимо на предприятии уделять особое внимание при их прогнозировании. Проведен обзор основных методов прогнозирования показателей публичного заемного капитала.

В статье рассматриваются проблемы связанные с прогнозированием показателей публичного заемного капитала при финансировании своей инновационной деятельности. При этом к публичной категории автор относит выпуски облигационных займов, размещаемых предприятиями на биржевых площадках среди неограниченного круга лиц. Другая категория, частные корпоративные облигационные заимствования, то есть те, которые размещаются на внебиржевых рынках среди ограниченного круга лиц, в данной статье не рассматривались.

Согласно принятой Правительством Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года предполагается формирование широкого слоя инновационно-активных предприятий, доля которых 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 увеличиться до 25-35% в 2020 г. (в 2007 г. - 5,5%). Для решение данной задачи потребуются значительные денежные ресурсы одним из основных источников, по мнению российского правительства, должен стать публичный заемный капитал, а именно облигационные займы. Российским правительством планируется к 2020 г. увеличить стоимость российских корпоративных облигаций в обращении в процентах к ВВП до 22-25% (в 2007 г. - 3,8%). Одновременно с этим планируется увеличить ВВП к данному году в 1,8-2,3 раза. Все это в целом позволяет говорить о том, что на ближайшие 10 лет публичный заемный капитал в виде рыночных облигационных займов будет одним из основных источников финансирования инновационной деятельности российских предприятий[1].

За последние годы облигационный механизм финансирования приобрел определенную популярность и, особенно в части публичных заимствований. В 2005 г. такие заимствования сделали 59 предприятий, выпустившие 69 займов

на общую сумму в 193147 млн. руб. В 2006 г. количество предприятий выросло до 219, а число займов до 241 с общей номинальной суммой 464848 млн. руб. В 2007 г. наступила некоторая стабилизация на облигационном сегменте финансового рынка. Тогда 210 предприятий выпустили 186 займов на общую сумму в 585646 млн. руб. В 2008 г. в связи с наступлением кризисных тенденций в финансовой сфере на облигационном рынке наблюдался спад, тогда только 59 предприятий выпустило 76 эмиссий на общую сумму 300662 млн. руб. [2]

Одной из основных проблем связанных с использованием публичного заемного капитала для финансирования инновационной деятельности российских промышленных предприятий является качество прогнозирования условий, на которых он может быть привлечен. Такими условиями являются четыре основных показателя публичного заемного капитала, в том числе объем займа, его процентная ставка, срок привлечения и период выплаты процентов по нему.

Автором статьи для оценки качества прогнозирования условий привлечения публичного заемного капитала, были проанализированы облигационные займы российских промышленных предприятий за три календарных года. Анализ проводился по предприятиям машиностроения, черной металлургии, электроэнергетики, транспорте, связи и телекоммуникации, пищевой промышленности. На основе проведенного анализа были сделаны следующие выводы.

Во-первых, при прогнозировании объема публичного заемного капитала на российских предприятиях используются в основном две группы методов: методы учитывающие имущественное состояния и методы учитывающие денежные потоки предприятия. Анализ показал, что при использовании первой группы методов в машиностроительной отрасли точность прогноза обеспечивалась в 50% случаях. Вторая группа обеспечивала точность в 38% случаях. На предприятиях электроэнергетики точность прогноза соответственно была - 50% и 36%, черной металлургии - 17% и 49%, транспорте - 17% и 49%, связи и телекоммуникациях - 29% и 57%, пищевой промышленности - 11% и 45.

Во-вторых, при прогнозировании процентной ставки российскими предприятиями главным образом используются три группы методов: методы учитывающие рыночный риск, методы учитывающие специфический риск предприятия на основе расчета кумулятивной барьерной процентной ставкой и методы учитывающие текущее состояние финансового рынка на основе расчета средневзвешенной отраслевой процентной ставке. Анализ показал, что на предприятиях машиностроительной отрасли фактическая процентная ставка только в 10% случаях, совпадала с прогнозной процентной ставкой, рассчитанной на основе учета рыночного риска. В 20% случаях она совпала с прогнозной кумулятивной барьерной процентной ставкой и в 70% случаях с прогнозной процентной ставкой, рассчитанной на основе средневзвешенной отраслевой процентной ставке. В черной металлургии - 65%, 25% и 10%, в электроэнергетике - 80%, 12% и 8%, транспортной отрасли - 30%, 60% и 10%, в связи и телекоммуникации - 10%, 15% и 75%, пищевой промышленности это соотношение было 75%, 14% и 11%.

В-третьих, российскими предприятиями период выплаты процентов по облигационному займу выбирался исходя из двух стандартных вариантов: доходы выплачиваются или раз в полгода или раз в квартал. На предприятиях машиностроительной отрасли, черной металлургии и транспорта выплаты процентов раз в полгода встречался в 100% случаях, в электроэнергетической отрасли до 93% случаев, в отрасли связи и телекоммуникации соответственно до 90%, в отрасли пищевой промышленности до 60%. При этом точность прогнозирования по предприятиям составляла свыше 95%.

В-четвертых, срок привлечения публичного заемного капитала определялся тем, на какие цели он будет использоваться, в том числе на финансирование инновационного проекта, кассового разрыва или реструктуризацию кредиторской задолженности. При этом все облигационные заимствования были кратны году. В анализируемых отраслях в 70% случаях встречались публичные заимствования со сроком его привлечения от 3 до 5 лет. При этом точность прогноза по сроку привлечения облигационного займа по предприятиям всех отраслей промышленности составляла до 100%.

Все это позволяет сделать один главный вывод о том, что наиболее проблемными с точки зрения качества прогнозирования являются два показателя публичного заемного капитала, а именно объема займа и его процентной ставки. При этом необходимо учесть тот факт, что в условиях экономического кризиса, когда ощущается дефицит денежных ресурсов, а соответственно ужесточаются требования к конкретным заемщикам со стороны кредиторов, еще более в значительной степени возрастает точность прогнозирования данных показателей. Поэтому для повышения в целом качества прогнозирования на российском промышленном предприятии требуется совершенствование существующего методологического инструментария по их прогнозированию.

В целом в экономической теории отсутствуют универсальные методы прогнозирования показателей заемного капитала, в том числе и облигационного. И это несмотря на то, что имеются методы, которые позволяют прогнозировать более одного показателя. Но они на практике могут использоваться в качестве вспомогательных, а именно уточняющих методов.

При прогнозировании объема облигационного займа, в российской практике используются несколько групп методов, каждая из которых имеет свои определенные особенности. Первая группа является фактически нормативной. Согласно требованиям российского законодательства, объем выпуска облигационного займа предприятия, существующего менее трех лет, регулируется или размером уставного капитала или величиной обеспечения, предоставленного в этих целях обществу третьими лицами (залогом, гарантиями, поручительством). Эти требования перестают действовать, и выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения годовой бухгалтерской отчетности за два завершающихся финансовых года. Вторая группа определяет объем заимствования на основе учета имущественно-

го состояние 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. Одного предприятия, которое планирует привлечь заемный капитал и второго, предприятия-аналога, который уже заемный капитал привлекал. 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 левередж. Их предельный размер и является своего рода ограничением по выпуску облигационного займа.

На выбор того или иного метода прогнозирования объема облигационного займа влияет несколько факторов. Главный по значимости является временной фактор. Если предприятие существует менее трех лет, то объем облигационного займа определяется или размером уставного капитала или величиной обеспечения предоставленных обществу третьими лицами. Если предприятие существующих более трех лет, то можно использовать уже все остальные группы методов прогнозирования. Вторым по значимости фактором является отраслевая принадлежность предприятия. В одних отраслях промышленности у предприятий высокий оборот капитала при незначительных активах. В других отраслях предприятия имеют значительные размеры внеоборотных активов. Поэтому для отраслей первой группы применяются методы, основанные на учете денежных потоков, а для отраслей второй группы методы, основанные на учете имущественного состояния предприятия. Третьим фактором, влияющим на выбор методов прогнозирования, является фактическое финансово-хозяйственное состояние предприятия. С учетом его на предприятии кроме выше перечисленных методов могут использоваться и методы, учитывающие операционный и финансовый левередж. Четвертым фактором, является учет текущего состояния финансового рынка. И здесь могут использоваться аналоговые методы.

Для прогнозирования второго показателя облигационного капитала, а именно процентной ставки существует три основных подхода. Первый учитывает фактор риска и использует известное соотношения «риск-доходность», то есть более рискованные активы должны быть более доходными и наоборот. Второй основан на анализе динамики рыночных процентных ставок. Третий использует принцип сопоставления или процентных ставок предприятий аналогов или с внутренней нормы доходности инвестиционного проекта.

Все эти подходы базируются на ряде групп методов. Первая группа осно-

вана на учете рыночного риска, то есть риска конкретной страны. К ней относятся методы использующие модель CAPM (Capital Asset Pricing Model) и ее различные модификации. Вторая группа основана на учете специфического риска, то есть риска конкретного предприятия. Часть методов данной группы использует в своих расчетах так называемую барьерную процентную ставку. Другая часть использует методы, основанные на учете публичных и расчетных кредитных рейтингов предприятий. Своего рода модификацией кредитных рейтингов являются и методы учитывающие операционный и финансовый леведредж. В третью группу входят методы, одновременно учитывающие рыночный и специфический риски. Данная группа неоднородна. Одна ее часть использует методы, основанные на многофакторной модели CAPM и ее модификациях. Другая ее часть на модели арбитражного ценообразования (ATP) и ее различных модификациях. Третья ее часть использует методы, основанные на экспертных многофакторных моделях. В четвертую группу входят методы, основанные на анализе рыночных процентных ставок и ее динамики. В пятую группу входят аналоговые методы прогнозирования процентной ставки. Они, как и при определении объема облигационного капитала, используют мультипликаторы, учитывающие имущественное положение и денежные потоки предприятия аналога и предприятия планирующего выпуск. Своего рода модификацией данных методов является использование различного рода публичных рэнкингов, проводимых рейтинговыми или информационными агентствами. В шестую группу входит методы, основанные на том, что внутренняя норма доходности инвестиционного проекта является той процентной ставкой выше которой процентная ставка по облигационному займу не должна повышаться.

Анализ процентных ставок облигационных займов шести рассматриваемых отраслей промышленности на предмет использования того или иного метода их прогнозирования позволил сделать следующий вывод. На практике отечественными предприятиями, несмотря на широкий спектр методов, в основном использовались три метода прогнозирования. В-первых, метод, учитывающий отраслевую рыночную средневзвешенную процентную ставку. Во-вторых, метод, рассчитывающий кумулятивную барьерную процентную ставку. В-третьих, метод использующий модель CAPM. Другие методы прогнозирования процентной ставки использовались предприятиями или в качестве вспомогательных, или уточняющих методов.

При более подробном анализе были выявлены ряд факторов, влияющие на выбор того или иного метода прогнозирования процентной ставки по облигационному займу. Во-первых, это фактор масштаба хозяйственной деятельностью предприятия. Крупные федеральные предприятия, имеющие возможность привлекать капитал из-за рубежа при прогнозировании процентной ставки учитывают в основном рыночный риск. Региональные предприятия имеют возможность привлекать капитал только на внутреннем финансовом рынке, поэтому они учитывают в основном специфический риск. Использование таких методов, как

кредитные рейтинги в Российской Федерации пока не эффективны по ряду причин. Главной среди них является то, что сами рейтинги и их поддержание возможны только на платной основе. Поэтому количество предприятий, у которых имеются рейтинги не значительно. Например, одним из ведущих отечественных рейтинговых агентств Национальным Рейтинговым Агентством на 1 декабря 2007 г. имелись рейтинги по 161 организацию, в том числе 57 из них были финансовыми структурами[3].

Вторым фактором, влияющим на выбор метода прогнозирования, является фактор, характеризующий текущее состояние национального финансового рынка. При дефиците свободных денежных средств на финансовом рынке, методы прогнозирования процентной ставки, основанные на расчете рыночных средневзвешенных процентных ставок и их динамики, становятся актуальными для всех групп предприятий.

При прогнозировании третьего показателя облигационного капитала, а именно периода выплаты дохода, может использоваться в целом только одна группа методов. Она основана на принципе сопоставления денежных потоков самого предприятия или реализуемого им инвестиционного проекта, с периодом выплаты дохода по облигационному займу. Для оценки использования данных методов на практике, был проведен анализ инвестиционных деклараций и проспектов ценных бумаг облигационных займов предприятий за 2007 г. Анализ показал, что корпоративные облигационные займы в машиностроительной отрасли в 80% случаях использовались для финансирования операционной деятельности, в 20% случаях на финансировании инвестиционной деятельности и только в 5% случаях речь шла о финансировании инновационной деятельности. В пищевой промышленности это соотношение составило 75%, 22% и 3%, на предприятиях связи и телекоммуникаций - 55%, 35% и 10%, в черной металлургии - 60%, 30% и 10%, в электроэнергетике - 30%, 65% и 5%, на предприятиях транспортной отрасли - 35%, 62% и 3%.

Следует отметить, что нормативными актами период выплаты дохода по облигациям не регулируется. Поэтому вполне возможно, что в российской практике будут в будущем встречаться и другие периоды выплаты дохода. При этом, анализируя бухгалтерскую отчетность заемщиков и состояние отечественного финансового рынка на момент размещения займа, автором был сделан еще один вывод о том, что выбор выплаты периода выплаты дохода напрямую не зависит ни от качества заемщика, ни от состояния финансового рынка. Практика показывает, что в одной отрасли в пределах одного квартала при одинаковом состоянии финансового рынка заемщик более высокого кредитного качества по своим публичным заимствованиям выплачивает доход ежеквартально, а заемщик более низкого кредитного качества раз в полгода. То есть можно сказать о том, что выбор периода выплаты дохода на предприятии порой в значительной степени зависит не от объективных, а порой от субъективных факторов. Одним из объяснений такого выбора может быть только то, что на уровне

предприятия практически не отслеживают выпуски облигационных займов предприятий своей отрасли. А это значит, что не проводится корректировка данного показателя в процессе планирования заимствования.

Для прогнозирования четвертого показателя облигационного капитала, а именно периода его обращения, может использоваться группа методов, основанная на принципе сопоставления. И сопоставление периода обращения облигационного займа проводится или с жизненным циклом инновационного проекта или с периодом возможного аккумулирования необходимых денежных средств для погашения займа. При этом предприятиями анализируемых отраслей они привлекались на срок 1,5, 2, 3, 4 года, а также на 5, 6, 7, 8 и 10 лет.

На основе проведенного анализа был сделан вывод о том, что методы, основанные на принципе сопоставления периода обращения облигационного займа с периодом возможного аккумулирования необходимых денежных средств для его погашения, используются только во вспомогательных целях. Это в целом подтверждает статистика по стандартизации периодов обращения. В свою очередь методы, основанные на принципе сопоставления периода обращения облигационного займа с жизненным циклом проекта, используются как основные, но с определенным временным лагом. Этот временной лаг, как правило, увеличивает срок обращения облигационного займа до какой-то стандартной величины кратный году.

В целом на срок обращения облигационного займа влияет ряд факторов. Во-первых, кредитное качество заемщика. Это в первую очередь влияет на максимальный срок обращения облигационного займа. Для предприятия низкого и среднего кредитного качества срок заимствования не превышает максимальный срок, который сложился по облигационным займам в отрасли. Для предприятия высокого кредитного качества эти сроки определяются его конкретными потребностями, и они могут быть выше, чем те, которые сложились в отрасли.

Вторым фактором является цель, на которую используют привлеченные денежные средства. Если за счет облигационного займа идет финансирование инвестиционного проекта, то данный срок может определяться в пределах периода жизненного цикла проекта. Если финансирование идет кассового разрыва или реструктуризации задолженности, то период обращения облигационного займа зависит от тех задач, которые необходимо решить в операционной деятельности предприятия.

Третьим фактором является сам финансовый рынок и его динамика. При стабильном растущем финансовом рынке срок заимствования присутствуют тенденции по смещению не только максимальных, но и других сроков в сторону их увеличения. При нестабильном падающем рынке тенденции обратные. Сроки привлечения начинают сокращаться.

Подводя итог исследования, автором статьи был сделан основной вывод о том, что на уровне предприятия наиболее необходимым и трудоемким является прогнозирование только двух основных показателей облигационного капитала, а именно его объем и процентная ставка по нему. Остальные два показателя,

период выплаты дохода и срок обращения облигационного займа, с точки зрения прогнозирования более просты и не требующие каких то сложных расчетов. И их можно прогнозировать на основе статистических отраслевых данных.

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/>
3. <http://www.ra-national.ru/>