

Т. В. Зеленская, В. В. Прохоров

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ СПОСОБОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ ОБОРОННО-ПРОМЫШЛЕННОГО КОМПЛЕКСА В ФОРМЕ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА

Рассмотрены проблемы, связанные с оценкой объема корпоративного облигационного займа. Проведен обзор основных способов оценки объема корпоративного облигационного займа. Предложены способы финансирования инновационной деятельности предприятий оборонно-промышленного комплекса в форме облигационного займа, включая определение его основных параметров.

Ключевые слова: способы и формы финансирования, корпоративный облигационный заем.

Согласно принятой Правительством РФ Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г. в стране предполагается формирование большого количества инновационно-активных предприятий, в том числе и в оборонно-промышленном комплексе (ОПК). Их доля к 2020 г. должна вырасти до 40–50 % (в 2007 г. их доля составляла 13 %). При этом удельный вес инновационной продукции в общем объеме промышленной продукции к 2020 г. должен 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 корпоративные облигационные займы.

В целом любой публичный корпоративный облигационный заем характеризуется рядом показателей: объемом займа, выплачиваемым по нему доходом, сроком привлечения, периодом выплаты дохода, наличием или отсутствием встроенного опциона, наличием или отсутствием обеспечения или других дополнительных прав. Эти разновидности показателей в различных комбинациях дают новые виды облигаций. Существующая мировая практика показывает, что в настоящее время встречаются более 1 500 видов облигационных займов [2].

Основными показателями являются объем, доход, срок привлечения и период выплаты дохода. Два остальных показателя фактически являются вспомогательными и используются в связке 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, напрямую 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. Это влияет на выбор способа финансирования инновационной деятельности, который осуществляется в форме облигационного займа. Одним из важных показателей, влияющих на выбор способа финансирования инновационной деятельности в форме облигационного займа, является его объем.

При оценке возможного объема облигационного займа предприятия можно использовать 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 обеспечения возврата заемного капитала кредиторам. *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, учитывающие имущественное положение и денежные потоки двух предприятий. 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 должен опускаться. *Шестая* группа методов учитывает операционный и финансовый леверидж. Их предельный размер и является своего рода ограничением по выпуску облигационного займа.

С целью изучения практики оценки возможного объема публичного облигационного займа предприятия 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 фор-

мы финансирования как по объему привлеченных денежных средств, так и по количеству их выпусков. В целом анализировалось 185 облигационных займов предприятий машиностроения, электроэнергетики, черной металлургии, транспорта, связи и телекоммуникации, пищевой промышленности.

В процессе анализа выяснилось, что на рынке облигационных заимствований присутствуют две принципиально различные группы заемщиков, которые требуют различных подходов при оценке объема облигационного займа. *Первая группа* состоит из предприятий, являющихся прямыми заемщиками. Они привлекают публичный заемный капитал непосредственно для своих нужд. Предприятия ОПК относились только к первой группе. *Вторая группа* состоит из предприятий, являющихся квазизаемщиками. Это дочерние структуры, которые были 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, учитывающие совокупное имущество, приходилось от 16 до 29 % от общего количества применяемых методов. На методы, учитывающие 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 на практике, как правило, оценивается кредиторами в качестве залога со значительным дисконтом. При этом размер дисконта для каждого кредитора индивидуален. В результате этого в значительной степени на предприятии занижается 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 независящих 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 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 48 % случаях.

Относительно стабильными годами для Российской Федерации были 2005–2007 гг. В стране наблюдался рост валового внутреннего продукта, 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 важной становится задача, с одной стороны, объективно оценить заемные возможности предприятия с точки зрения выпуска облигационного займа. С другой стороны, не допустить ошибочного управленческого решения об использовании корпоративных облигационных займов для финансирования инновационной деятельности. Именно это и явилось причиной для разработки новой методики оценки потенциального объема публичного корпоративного 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. Необходимо отметить то, что в основе обоих методов прогнозирования лежит один и тот же принцип. Он заключается в определенных гарантиях кредитору по возврату предоставленных ими заемных средств.

В предложенной методике оценки объема публичного корпоративного облигационного займа нивелируются существующие недостатки вышеуказанных методов оценки. Она учитывает на предприятии в совокупности активы предприятия (с поправочными коэффициентами) и среднегодовую выручку 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. В целом разносторонний учет обеспечительного имущественного потенциала предприятия позволяет повысить точность оценки объема корпоративного облигационного займа, который может быть привлечен им на рыночных условиях.

Для использования предложенной методики оценки необходима определенная информационная база. Основой такой информационной базы являются две группы информационных источников, в том числе бухгалтерс-

кая отчетность предприятия и внеучетные данные по предприятию (см. рисунок). Данные информационные источники позволяют полностью обеспечить необходимыми исходными данными для проведения оценки на основе совместного учета совокупного имущества предприятия и его денежных потоков.

Для доказательства эффективности предложенной методики оценки было проведено ее тестирование. Само тестирование включало в себя 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, привлекаемого на рыночных условиях.

В результате сравнений были сделаны следующие выводы. Во-первых, при оценке объема корпоративного займа по предложенной методике обеспечение по возврату денежных средств кредиторам составило от 69 до

86 % облигационных выпусков. На предприятиях ОПК данный показатель был значительно выше и достигал 95 %. Во-вторых, качество обеспечения за счет совокупного имущества и денежных потоков в 85–93 % случаев позволяло бы привлечь предприятию дополнительно денежные средства свыше 100 % от фактически привлеченных. На предприятиях ОПК данный показатель составил 98 %.

В целом предложенная методика оценки объема корпоративного облигационного займа позволяет предприятию ОПК более точно оценивать свои заемные возможности. Это, в свою очередь, влияет на принятие правильного управленческого решения по выбору способов финансирования инновационной деятельности предприятий ОПК в форме облигационного займа.

Библиографический список

1. Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года : утв. распоряжением Правительства РФ № 1662-р от 17 ноября 2008 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: www.government.ru. Загл. с экрана.
2. Краев, А. О. Рынок долговых ценных бумаг / А. О. Краев, И. Н. Коньков, П. Ю. Малеев. М. : Экзамен, 2002.



Структура информационной базы для прогнозирования объема ПЗК на основе совместного учета совокупного имущества предприятия и его денежных потоков

T. V. Zelenskaya, V. V. Prokhorov

IMPROVING FINANCING METHODS FOR INNOVATIVE ACTIVITIES IN THE MILITARY-INDUSTRIAL COMPLEX ENTERPRISES IN THE FORM OF BONDED DEBTS

In the article we have depicted the problems of estimating the volume of corporate bonded debts. We have made a review of basic estimation methods for the amount of corporate bonded debts. We offered methods for financing innovative activities in the military-industrial complex in the form of a bonded debt, including the determination of its basic parameters.

Keywords: methods and forms of financing, corporate bonded debt.

© Зеленская Т. В., Прохоров В. В., 2009

УДК 330.332.54

О. В. Гостева

ИНТЕГРАЛЬНАЯ ОЦЕНКА ИСПОЛНЕНИЯ ПРОЕКТОВ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ РАКЕТНО-КОСМИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ

Выявлены основные проблемы и направления совершенствования работы по оценке исполнения проектов на предприятиях ракетно-космической отрасли как по результату, так и по эффективности управления проектами.

Ключевые слова: управление проектом на предприятиях ракетно-космической отрасли, интегральная оценка исполнения проекта.

Предприятия ракетно-космической отрасли (РКО) являются высокотехнологичными и наукоемкими. Отличительные особенности их деятельности – постоянное внедрение инноваций и большие затраты на научные исследования. Усиление конкурентной борьбы в мировой аэрокосмической отрасли, сложившаяся в России экономическая ситуация и сокращение жизненного цикла продукта заставляют сегодня руководство предприятий задуматься не только о технической и технологической стороне деятельности, но и уделять особое внимание применяемым методам управления, повышать требования к процессам планирования и контроля.

Одним из методов, позволяющих влиять на эффективность как технологии изготовления продукта, так и технологии управления, является управление проектами. Применение данного метода требует значительных изменений в управлении предприятием, внедрения стандартов управления, регламентов работ, более точного планирования, четкой постановки границ проекта и т. д. Для повышения качества управления проектами необходимо проводить оценку исполнения проектов с учетом специфики предприятий. Автором предложена оригинальная методика оценки исполнения проекта на предприятиях ракетно-космической отрасли.

Методика позволяет оценить исполнение проекта по следующим важнейшим направлениям: получение результата на каждой фазе жизненного цикла проекта (ЖЦП); управление проектом на всех фазах проекта; соотношение эффективности управления на каждой фазе с полученным результатом; учет влияния контекстных ог-

раничений на исполнение проекта; анализ достижения отсроченных эффектов проекта. А в случае возникновения отклонений от плановых значений показателей по результату и управлению проектом, методика позволяет выявить причины отклонений с помощью анализа факторов, влияющих на исполнение проекта на каждой фазе ЖЦП, и соотнесения этих факторов по степени и зоне ответственности команды проекта.

Для учета инновационных процессов при исполнении проекта введено понятие контекстных ограничений. Контекстные ограничения – это факторы, оказывающие влияние на среду исполнения проекта, сложность задачи, ценность результата, сопротивление среды. Чем сложнее бизнес-проблема, тем больше ценности содержит ее потенциальное решение, но тем меньшее число людей способны понять это, не оказывая сопротивления новаторской идее.

Для оценки управления проектом на фазе концепции используется понятие отсроченного эффекта, т. е. то изменение среды, которое наступит, если команда проекта достигнет своих целей. Эффект может проявиться не сразу или вообще не наступит по независящим от команды причинам. Конечной целью заказчика являются эффекты, а не команды, поэтому в проекте нецелесообразно подменять данные понятия.

Проверка теоретической и практической значимости предложенной методики оценки исполнения проекта проводилась на примере проектов одного из предприятий ракетно-космической отрасли Красноярского края.

Для проведения оценки исполнения проекта по результату и управлению были определены три проекта