

На правах рукописи

ПЕТРОВИЧЕВ Алексей Юрьевич

**СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК СПОСОБ ФИНАНСИРОВАНИЯ
СТРОИТЕЛЬНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ
НЕФТЕГАЗОВОГО КОМПЛЕКСА**

Специальность 08.00.10
Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Новосибирск – 2012

Работа выполнена на экономическом факультете
Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения
высшего профессионального образования «Новосибирский национальный
исследовательский государственный университет» (НГУ)

Научный
руководитель: доктор экономических наук, доцент
Новикова Татьяна Сергеевна

Официальные
оппоненты: **Клисторин Владимир Ильич**
доктор экономических наук, профессор,
Федеральное государственное бюджетное
учреждение науки «Институт экономики и организации про-
мышленного производства Сибирского отделения Российской
академии наук», ведущий научный сотрудник
Огородников Валерий Иванович
кандидат экономических наук, доцент,
Сибирский институт-филиал Федерального государственного
бюджетного образовательного учреждения высшего
профессионального образования «Российская академия народ-
ного хозяйства и государственной службы при Президенте
Российской Федерации», заведующий кафедрой экономической
теории

Ведущая
организация: Федеральное государственное унитарное
предприятие «Сибирский научно-исследовательский институт
геологии, геофизики и минерального сырья»

Защита состоится 27 июня 2012 г. в 16-00 часов на заседании дис-
сертационного совета Д.003.001.02 при Федеральном государственном
бюджетном учреждении науки Институт экономики и организации про-
мышленного производства Сибирского отделения Российской академии
наук (ИЭОПП СО РАН) по адресу: 630090, Новосибирск, проспект Акаде-
мика Лаврентьева, 17, конференц-зал.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ИЭОПП СО
РАН.

Автореферат разослан 25 мая 2012 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
кандидат экономических наук

М.А. Ягольницер

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования. На протяжении нескольких десятилетий нефтегазовый комплекс (НГК) продолжает оставаться одной из стратегических отраслей Российской Федерации, основным локомотивом отечественной экономики и главным источником налоговых поступлений в федеральный бюджет. Значительный износ основных фондов предприятий НГК, как и освоение новых месторождений требуют строительства и реконструкции объектов нефтяной и газовой промышленности. Для реализации соответствующих проектов предприятиям НГК необходимо привлечь масштабные инвестиции. Но в этой области возникают трудности, обусловленные ограниченностью традиционных способов их финансирования (собственные средства предприятий и банковские кредиты), сложностью доступа на рынки капитала, необходимостью рационального использования финансовых ресурсов. Это делает актуальной проблему поиска новых методов и методик финансирования как в целом для НГК, так и для отдельных нефтегазостроительных предприятий.

Выходом из ситуации могли бы стать новые способы привлечения финансирования, основанные на идее выделенных денежных потоков. Одним из таких способов является *секьюритизация*.

Степень разработанности проблемы. Проблемам организации деятельности корпораций и управления их капиталом посвящены работы ряда иностранных и российских исследователей (И.Т. Балабанов, И.А. Бланк, Р. Брейли, Ю. Бригхэм, М. Бромвич, Л. Гапенски, Дж. Р. Грэхэм, М. Дженсен, А.Ф. Ионов, В.В. Ковалев, В.Г. Когденко, Т. Коупленд, С. Майерс, У. Меклин, Р. Мертон, Н.Н. Селезнева, Е.С. Стоянова, Т.В. Теплова, М.А. Федотова, М. Харрис, Ф. Ченг, М. Эрхардт).

Изучению теоретико-методологических аспектов решения проблем инновационного финансирования посвящены работы А.О. Баранова, А.Э. Баринаова, Х.П. Бэра, К. Де Буассо, В.Ю. Катасонова, К. Кардоне-Рипортелла, В.И. Клисторина, М.В. Лычагина, Ж. Митчелл, Д.С. Морозова, А.В. Новикова, В.И. Сулова, И. Фендер и др.

Особенности инвестиционного поведения российских фирм и проблемы развития инвестиционной сферы рассматривались в работах В.И. Данилина, Т.Г. Долгопятовой, Н.Е. Егоровой, Г. Б. Клейнера, Н.А. Кравченко, В.В. Титова, Г.В. Унтуры, А.Т. Юсуповой. Вопросы проектного анализа — в трудах П.Л. Виленского, В.Н. Лившица, Т.С. Новиковой, В.И. Огородникова, В.С. Смоляка, Н.И. Сулова и др. Проблемы финансирования инвестиционно-строительных проектов — в работах А.И. Антипина, А.Н. Асаула, П.Г. Грабового, М.В. Коношенко, Ю.Н. Кулаковой, И.И. Мазура, А.П. Родионовой, Ю.А. Табунщикова, В.Д. Шапиро и др.

Юридические аспекты секьюритизации активов исследуются в рабо-

тах Ж.Ж. де Вриз Робе, П. Али, П.К. Агбойибора, Х. Ховасса, П. Ле Каню, М. Жантэна, Т. Гранье, С.Л. Шварца. Среди российских правоведов и финансистов, исследующих проблему законодательного обеспечения секьюритизации, следует выделить труды Е.С. Демушкиной, О.М. Иванова, А.А. Казакова, Е.Е. Смирнова, Ю.Е. Туктарова.

В последние годы стали появляться труды, которые посвящены механизму секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования в США и странах Западной Европы, а также в современных условиях России. Это работы М.И. Астраханцевой, П.Ю. Василенко, К.В. Митрошиной, Л.М. Резвановой, Н.В. Шитова. Вопросы моделирования платежных потоков при секьюритизации ипотечных кредитов исследовались А. Джобстом, Г. Кутмосом, Я.С. Мязовой, Г.П. Суворовым, О.А. Фисюн. Модели для ценных бумаг, обеспеченных автокредитами, рассматриваются в исследовании Э. Дэвидсона, Э. Сандерса, Л.-Л. Вольфа, А. Чинга.

В целом, поскольку операции по секьюритизации активов только начинают развиваться, до настоящего времени не получила должного решения такая проблема, как разработка действенного методического инструмента моделирования финансовых потоков и механизмов структурирования сделок секьюритизации с учетом отраслевых особенностей строительных предприятий НГК.

Отмеченные проблемы методологического характера, актуальность выбранного направления исследования, его сложность, многоплановость и недостаточная разработанность и определили постановку цели и задач диссертационной работы.

Цель исследования – разработать методический подход к применению секьюритизации в системе финансирования строительных предприятий НГК.

Реализация этой цели предусматривает решение следующих задач:

- провести анализ опыта финансирования НГК, включая строительные предприятия данной отрасли, выявить существующие проблемы финансового механизма НГК и способы их решения;
- раскрыть сущность, функции, роль секьюритизации и содержание ее государственного регулирования в системе финансирования предприятий;
- осуществить критический анализ отечественного и зарубежного опыта секьюритизации для определения целесообразности ее использования в современных условиях строительными предприятиями НГК с детализацией до конкретных видов сделок;
- модифицировать имитационную модель инвестиционного проекта для анализа секьюритизации денежных потоков по контрактам на строительство объектов НГК;
- обосновать количественную оценку использования секьюритизации денежных потоков по контрактам на строительство объектов НГК с помо-

шью модифицированной имитационной модели инвестиционного проекта с апробацией нового метода на предприятиях отрасли и выполнением серии расчетов.

Объект исследования — финансы строительных предприятий НГК в Российской Федерации.

Предмет исследования — источники финансирования строительных предприятий НГК, в первую очередь, с использованием секьюритизации.

Область исследования — 3.20. Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала (специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит») Паспорта научных специальностей (экономические науки).

Теоретико-методологическая основа исследования. Теоретико-методологической основой работы служат научные труды, публикации ведущих отечественных и зарубежных ученых в области кредитных отношений, организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов, становления секьюритизации и ее эволюции в России, диссертационные, монографические исследования, научные статьи из финансовых журналов.

Инструментарно-методический аппарат. Инструментарно-методический аппарат представляет собой сочетание системного подхода к анализу экономических явлений и процессов, методов и приемов системного и логического анализа, синтеза управленческих решений и подходов, методов научной классификации предметов и явлений, экономико-математических методов и моделей.

Информационно-эмпирическая база. При рассмотрении конкретных вопросов по исследуемой проблеме использовались данные Федеральной службы государственной статистики РФ, Министерства финансов РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам, информационных агентств, журналов, электронных ресурсов, информационные материалы научных конференций и семинаров.

Нормативно-правовая база исследования. Нормативно-правовую базу исследования составили законодательные акты Российской Федерации: Конституция РФ, федеральные законы и подзаконные акты, постановления Правительства РФ, нормативные акты Министерства финансов РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам и Центрального банка РФ.

Научная новизна диссертационного исследования. Научная новизна исследования заключается в следующем:

1) на основе анализа зарубежного и отечественного опыта сделок секьюритизации предложено авторское определение секьюритизации, содержащее комплексное толкование данного термина по сравнению с формулировками других исследователей, которое используется для структурирования и оценки схем секьюритизации на основе договоров аренды и

займа в условиях действующего в РФ нормативно-правового регулирования секьюритизации непотечных активов;

2) обоснован методический подход к расширению источников внешнего финансирования строительных предприятий НГК на базе секьюритизации, в котором объединены три взаимосвязанных аспекта: 1) авторское определение секьюритизации; 2) имитационная модель инвестиционного проекта, модифицированная с учетом отраслевых особенностей и схем секьюритизации; 3) методический аппарат по оценке схем секьюритизации и их адаптации к условиям отдельных строительных предприятий НГК;

3) модифицирована имитационная модель инвестиционного проекта с возможностью сравнения базовых схем секьюритизации и кредита на основе предложенных показателей результативности этого метода финансирования строительных предприятий НГК;

4) проведена апробация методического подхода к определению наиболее приемлемого варианта финансирования и организации сделок секьюритизации на предприятиях отрасли с выполнением серии расчетов в предложенной модификации имитационной модели инвестиционного проекта.

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость результатов исследования состоит в развитии теоретических аспектов функционирования секьюритизации, которые могут быть использованы в научно-исследовательской и преподавательской работе; в возможности использования сформулированных автором выводов и рекомендаций при разработке законодательных и нормативных актов, регулирующих развитие механизма секьюритизации.

Практическая значимость полученных результатов состоит в возможности использования разработанных теоретических положений и рекомендаций в деятельности организаций, участвующих в строительстве объектов НГК, для повышения эффективности управления капиталом отечественных строительных предприятий в целях изыскания дополнительных источников финансирования нефтегазовой отрасли. Исследования финансовых инноваций, к числу которых относится секьюритизация, приобретают особую значимость в условиях кризиса ликвидности для решения комплекса задач по привлечению финансирования и преодолению последствий финансового кризиса.

Результаты работы могут быть использованы в учебном процессе в системе высшего и дополнительного профессионального образования при преподавании дисциплин «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции», «Управление проектами», «Анализ инвестиционных проектов».

Апробация результатов исследования. Основные результаты исследования докладывались на XL, XLI, XLVIII, XLIX Международных

научных студенческих конференциях «Студент и научно-технический прогресс» (г. Новосибирск, Новосибирский государственный университет, 2002-2003, 2010-2011 гг.); Межрегиональной студенческой научной конференции по правоведению «Российское правоведение на рубеже веков: трибуна молодого ученого» (г. Томск, Томский государственный университет, 2003 г.); круглом столе «Бюджет-2010», организованном журналом «Финансовый директор» (г. Москва, 2009 г.).

Методическое обоснование использования секьюритизации и рекомендации по повышению эффективности управления механизмом финансирования приняты к внедрению в Открытом акционерном обществе «Сибтрубопроводстрой» и Закрытом акционерном обществе Управляющая компания «Сибтрубопроводстрой», что подтверждается справкой о внедрении.

Публикации. Основные положения и результаты диссертационного исследования нашли отражение в 10 авторских научных работах общим объемом 5,1 п. л., в том числе 7 работ – в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК, общим объемом 3,7 п. л.

Структура диссертационной работы. Диссертационное исследование включает в себя введение, три главы, заключение, библиографический список (155 страниц, 16 таблиц и 12 рисунков) и 12 приложений.

В первой главе «Теоретические аспекты анализа секьюритизации» представлены особенности финансирования строительных предприятий нефтегазового комплекса РФ, проанализированы существующие подходы к понятию секьюритизации, обосновано авторское определение этой операции, рассмотрены типы секьюритизации, ее участники и механизмы их взаимодействия, изучены история появления, экономическое содержание и правовое регулирование секьюритизации в США, в Европе и в Российской Федерации, проведен анализ имеющегося зарубежного и отечественного опыта секьюритизации.

Во второй главе «Методический подход к анализу механизма секьюритизации в строительстве объектов инфраструктуры НГК» проанализирована возможность использования секьюритизации строительными предприятиями НГК в качестве альтернативного способа финансирования своих проектов, исследованы ключевые характеристики подрядных организаций нефтегазового комплекса РФ, определяющие структуру сделок секьюритизации, разработана модификация имитационной модели инвестиционного проекта для анализа механизма финансирования строительных предприятий на основе традиционной схемы секьюритизации, позволяющая оценить результат использования секьюритизации с помощью инструментов проектного анализа по совокупности финансовых транзакций, предложен методический аппарат применения секьюритизации в системе финансирования строительной отрасли НГК.

В третьей главе «Анализ результатов расчетов по обоснованию использования механизма секьюритизации строительными предприятиями нефтегазового комплекса РФ» разработанная финансовая модель адаптирована для ОАО «Стройтрансгаз», проведен анализ результирующих показателей оценки двух базовых схем секьюритизации на основе договора аренды и займа по сравнению с финансированием посредством кредита. Кроме того, исследован опыт применения секьюритизации группой компаний «Сибтрубопроводстрой», изучено его влияние на финансовые показатели компаний группы с помощью инструментов разработанной модели секьюритизации, показано, как практическое применение принципов секьюритизации может способствовать повышению конкурентоспособности отечественных предприятий, занимающихся строительством объектов инфраструктуры НГК.

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Предложено авторское определение секьюритизации как операции по юридическому обособлению активов, генерирующих стабильные денежные потоки, с целью привлечения эмитентом финансирования путем выпуска ценных бумаг, платежи по которым обеспечены данными активами.

Изначально термин секьюритизация (securitisation, от англ. securities — «ценные бумаги») использовался в западной литературе для обозначения тенденции смещения рынка заимствований от классического банковского кредитования в направлении финансирования на обезличенном денежном рынке и рынке капиталов посредством эмиссии ценных бумаг, для фактического перевода в разряд рыночных ценных бумаг — различных типов (в основном долговых) финансовых инструментов. В отечественной литературе подобное толкование термина приводят Ю.В. Соловей и С.А. Хабарова.

В дальнейшем, по мере развития инструментов финансового рынка слово «секьюритизация» приобрело более узкий смысл и стало употребляться применительно к активам (asset securitisation) для обозначения финансирования путем списания финансовых активов с баланса предприятия и их рефинансирования посредством выпуска финансовых инструментов на международном денежном рынке и рынке капиталов.

Единого подхода к определению этого термина не существует. Зарубежные исследователи П. Роуз, С. Шварц, П. Ле Канню, а также их отечественные коллеги И.А. Бланк, В. Гафарова, В. Драгунов считают, что секьюритизация - это превращение либо трансформация неликвидных активов в ликвидные. Согласно точке зрения других исследователей, среди

которых В.В. Буров, С.С. Галкин, А.О. Солдатова, данный термин скорее обозначает разновидность финансирования или кредитования с обеспечением. Третий подход, предлагаемый М. Бабичевым, Ю. Бабичевой, О. Троховой, Н.В. Александровой, ассоциирует секьюритизацию в первую очередь с отчуждением активов тем или иным образом. В определениях четвертой группы авторов, таких как Н.В. Букина, Л. Гаврилова, А. Копейкин, секьюритизация отождествляется с выпуском ценных бумаг. Кроме того, разработчики проекта закона «О секьюритизации» предлагают рассматривать эту операцию как действия, направленные на принятие рисков, связанных с правами на определенные активы.

Использование термина «трансформации» для определения секьюритизации является не совсем корректным, так как активы, используемые в этом механизме, не преобразуются во что-либо иное. Отчуждение активов также не является характерным для этого феномена - достаточно упомянуть балансовый или синтетический типы секьюритизации. Выпуск ценных бумаг не является самоцелью этой операции, тогда как участники сделок секьюритизации преследуют самые разнообразные цели. Нельзя отождествлять секьюритизацию с производными финансовыми инструментами, так как основная цель последних – не привлечение финансирования, а хеджирование ценового, валютного или кредитного риска в отношении базового актива либо получение спекулятивной прибыли от изменения его цены. Нецелесообразно определять данный термин как последовательность определённых действий, так как их количество и сама последовательность может варьироваться.

Наиболее приемлемым подходом к определению рассматриваемого термина представляется выделение характерных черт секьюритизации, позволяющих отличать ее от иных понятий финансового менеджмента и касающихся всех участников сделки. В предлагаемом определении термина «секьюритизация» в качестве существенных моментов можно выделить следующее: 1) привлечение финансирования; 2) выпуск ценных бумаг; 3) юридическое обособление активов. Данное понимание сущности секьюритизации лежит в основе предлагаемой структуры сделок секьюритизации для строительных предприятий НГК.

Сначала секьюритизация применялась правительственными агентствами в США, занимающимися финансированием ипотечных кредитов в целях развития рынка ипотеки в конце 60-х годов. В конце 80-х - начале 90-х годов XX века все большую популярность стала приобретать секьюритизация других видов активов. После того как рынок ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, набрал обороты в США, началось его развитие в Европе. При этом европейский рынок отличается от американского разнообразием активов и прямым участием государственного сектора.

Наличие специального законодательства не является обязательным условием для успешного развития секьюритизации в странах англосаксонской правовой системы, тогда как для иных стран – это желательно, так как стимулирует создание новых технологий финансирования и развитие рыночной инфраструктуры. Институциональная среда формирования секьюритизации может иметь как специфический (США – на основе крупных государственных структур для развития жилищного кредитования), так и универсальный характер (Западная Европа – в первую очередь исходя из потребностей фондирования кредитных организаций).

Среди основных факторов развития секьюритизации в западных странах можно выделить следующие: 1) государственное стимулирование как фактор внешней среды; 2) наличие специальных правил для обособления активов; 3) стандартизация сделок секьюритизации; 4) нормативные ограничения для определенных финансовых показателей кредитных организаций; 5) поиск новых и более дешевых источников финансирования; 6) наличие дополнительных гарантий инвесторам (кредиторам), в т. ч. в форме специального банковского счета с особым режимом для денежных средств, полученных от использования активов, вовлеченных в секьюритизацию; 7) разнообразие активов, используемых оригинаторами для секьюритизации; 8) конкуренция со стороны альтернативных инструментов привлечения финансирования, таких как облигации с покрытием.

Секьюритизация неипотечных активов регулируется общими нормами российского гражданского права, поэтому реализация сделок по секьюритизации возможна в рамках существующего правового режима. Но к сожалению, в отечественном законодательстве присутствует ряд факторов неопределенности, тормозящих развитие рынка секьюритизации:

- отсутствие специальных норм, регламентирующих порядок налогообложения сделок секьюритизации;
- неопределенность правового статуса специализированного юридического лица (СЮЛ);
- невозможность уступки прав (требований), которые не могут быть индивидуализированы либо еще не существуют на момент их уступки (уступка будущих прав (требований) возможна только в рамках факторинга);
- отсутствие специального режима залога прав (требований), вытекающих из договора банковского счета (вклада), и как следствие, специального режима банковского счета, аккумулирующего денежные потоки в рамках сделок секьюритизации.

2. Разработан методический подход к расширению источников внешнего финансирования строительных предприятий НГК на основе секьюритизации, в котором объединены три взаимосвязанных аспек-

та: 1) авторское определение секьюритизации; 2) имитационная модель инвестиционного проекта, модифицированная с учетом отраслевых особенностей и схем секьюритизации; 3) методический аппарат по оценке схем секьюритизации и их адаптации к условиям отдельных строительных предприятий НГК.

Привлечение внешних ресурсов за счет кредитного финансирования является проблемным вопросом для строительных предприятий НГК. Обычно банки требуют предоставления качественного залогового обеспечения, но предприятия данной отрасли не располагают необходимым объемом залоговой массы, так как для них характерна «легкая» структура активов баланса. Кроме того, постоянное пребывание техники и транспорта вне местонахождения предприятия вдали от финансовых центров осложняет как их оформление в залог, так и последующие периодические проверки предмета залога со стороны кредитной организации.

Выходом из ситуации для строителей НГК могли бы стать способы привлечения финансирования, основанные на идее выделенных денежных потоков. Успешное применение секьюритизации возможно только для предприятий с определенным сочетанием особенностей, в частности, характерных для строительства объектов НГК:

- денежный поток по контракту относительно легко прогнозируем: строительно-монтажные работы (СМР) осуществляются в соответствии с установленным графиком производства работ на основе проектно-сметной документации;

- проекты по строительству объектов НГК носят долгосрочный характер, что обеспечивает стабильный денежный поток в течение длительного срока;

- заказчиками строительства объектов НГК выступают публичные компании, обладающими высокими кредитными рейтингами;

- большинство строительных контрактов заключаются в НГК на значительные суммы.

Учитывая специфику отечественного законодательства, предлагается использовать так называемый традиционный тип секьюритизации. Организация сделок по иному типу сталкивается с законодательными ограничениями в РФ. В частности, в ходе структурирования сделки организаторы могут столкнуться с проблемами наличия специальной правосубъектности у СЮЛ (например, лицензия, членство в саморегулируемой организации, пр.), а также с необходимостью уплаты НДС при переуступке денежных потоков по строительным контрактам и невозможностью уступки будущих прав требования от строительной компании оригинатора к СЮЛ. Соответственно, эти вопросы могут быть решены созданием СЮЛ и получением для него всех необходимых разрешений еще до формирования портфеля строительных контрактов.

В рамках традиционного типа секьюритизации рассматриваются две схемы сделок, принципиальное различие между которыми заключается в структурировании денежных потоков и юридическом оформлении отношений между оригинатором и СЮЛ.

Первая схема, условно именуемая «Договор аренды» (рис. 1) выглядит следующим образом: строительные контракты на новые объекты заключаются между заказчиками строительства и СЮЛ, это же лицо под будущие поступления привлекает финансирование и приобретает необходимую технику и оборудование (основные средства), оставляя их на своем балансе. Строительное предприятие заключает со СЮЛ субподрядный договор и выполняет строительно-монтажные работы. Далее основные средства передаются в аренду строительному предприятию. Арендная плата включает амортизацию основных средств, а также затраты СЮЛ по обслуживанию внешнего финансирования.

Вторая схема, условно обозначаемая «Договор займа», представлена на рис. 2. В ней строительные контракты на новые объекты также заключаются между заказчиком и СЮЛ, которое привлекает внешнее финансирование под будущие поступления, однако передает привлеченные средства строительной организации на основании договора займа.

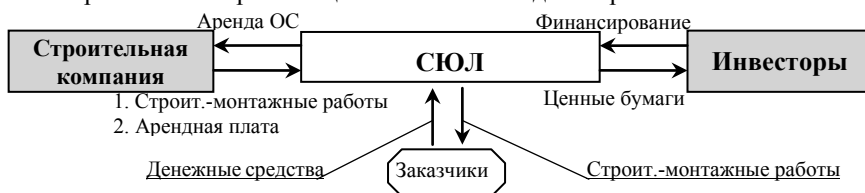


Рис. 1. Схема секьюритизации «Договор аренды»

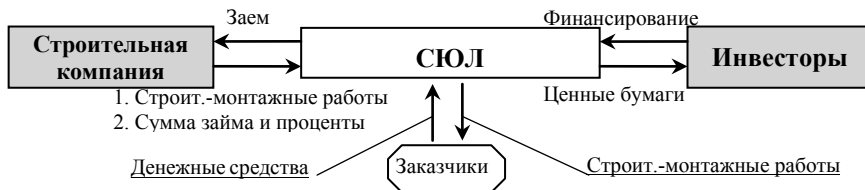


Рис. 2. Схема секьюритизации «Договор займа»

При этом строительное предприятие заключает со СЮЛ субподрядный договор с правом удержания последним сумм процентов и основного долга по займу для выплаты внешним кредиторам.

Для анализа особенностей применения секьюритизации строительными предприятиями нефтегазового комплекса как альтернативы долгосрочного финансирования был разработан методический подход к расширению источников внешнего финансирования строительных предприятий НГК на основе секьюритизации с учетом двух рассмотренных схем секьюритизации и их сравнения с кредитной формой финансирования. Отметим, что секьюритизация не является абсолютно новым явлением в области финансов. На самом деле она появилась в результате новой комбинации элементов, используемых в традиционных формах финансирования. Поэтому предлагаемая методика, по сути, основывается на комбинации традиционных подходов проектного анализа и инструментария финансового менеджмента.

В рамках предлагаемого подхода цель модельных расчетов состоит в том, чтобы:

- а) выявить и оценить условия, при которых секьюритизация является приемлемой альтернативой привлечения финансирования;
- б) определить основные показатели использования секьюритизации в качестве способа финансирования.

Учитывая специфику отечественного законодательства, а также в целях предоставления максимальных гарантий инвесторам предлагается использовать следующую методику по использованию сделок секьюритизации, состоящую из этапов, выполнение которых позволит строительному предприятию принимать экономически обоснованные и эффективные решения в области привлечения финансовых ресурсов и использования секьюритизации (рис. 3).

1. Выявление потребности в финансовых ресурсах, в ходе которого осуществляется сопоставление необходимого количества финансовых ресурсов и целей их использования с лимитами доступных источников и их спецификой.
2. Анализ финансового состояния предприятия-оригинатора.
3. Анализ вариантов финансирования и выбор механизма секьюритизации.
4. Проверка результативности управленческого решения в области выбора источников финансирования.
5. Организационно-экономические мероприятия по реализации механизма секьюритизации.



Рис. 3. Схема оценки секьюритизации денежных потоков по контрактам на строительство объектов НГК

3. Предложена модификация имитационной модели инвестиционного проекта (ИМИП) с возможностью сравнения различных типов секьюритизации и кредитной формы финансирования на основе расчета основных показателей оценки результативности применения каждого механизма. Разработан методический аппарат для оценки секьюритизации в системе финансирования строительства в НГК.

Модифицированная модель представляет собой последовательность финансовых расчетов для двух вариантов финансирования (кредит и секьюритизация) в виде соответствующих стандартных таблиц, используемых для финансового анализа проектов. Она основывается на имитационной модели инвестиционного проекта, разработанной Т.С. Новиковой с использованием методических подходов Всемирного банка, ЮНИДО, а также «Методических рекомендаций по оценке эффективности инвестиционных проектов» (1999 г.). При этом комплекс таблиц финансового анализа был представлен в более компактной форме и одновременно дополнен блоками расчетов по финансированию на основе секьюритизации оценки результатов ее применения, включая средневзвешенную стоимость капитала, дисконтированный финансовый денежный поток, эффект от секьюритизации и финансовые коэффициенты.

Можно выделить следующие основные этапы расчетов и финансового анализа модели (рис. 4):

1. *Базовые расчеты*, где планируются доходы, инвестиции в основной капитал, текущие издержки, потребность в оборотном капитале.
2. *Налоги и финансирование*, в ходе которого рассчитываются налоговые платежи и способы финансирования.
3. *Денежный поток* по проекту для оценки его эффективности.
4. *Денежный поток* для финансового планирования (финансовый денежный поток), в котором рассчитываются денежные потоки одновременно от инвестиционной, операционной и финансовой деятельности.
5. *Прогноз финансовой отчетности*, для которого формируются отчет о прибылях и убытках и агрегированный балансовый отчет.

Так как модель нацелена на исследование влияния выбора способа финансирования на финансовые показатели предприятия, то изменения баланса связаны с двумя статьями: «Денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями» в активе и «Собственным капиталом» (за счет изменения нераспределенной прибыли) в пассиве. «Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения» представляют собой итог расчета движения денежных средств за текущий и предыдущие периоды по инвестиционной, операционной и финансовой деятельности. Нераспределенная прибыль отражает результат только операционной и финансовой деятельности предприятия за аналогичные периоды, поэтому уравновешивание валюты баланса обеспечивается также за счет учета амортизации основных средств и изменений привлеченного капитала (при условии, что эти изменения обусловлены выбранным способом финансирования). После этих этапов все вычисления формируются в таблицы «Отчет о прибылях и убытках», «Финансовый денежный поток», «Агрегированный баланс» и таблица по налоговым платежам.



Рис. 4. Общая схема расчетов

6. *Совмещение прогнозных и исторических данных:* для обеспечения возможности анализа и сравнения разных периодов прогнозные («смоделированные») данные таблиц «Отчет о прибылях и убытках» и «Агрегированный баланс» совмещаются с фактическими (ретроспективными) данными баланса и отчета о прибылях и убытках анализируемого предприятия за определенный период. При этом отправным («предпроектным») годом является последний заверченный финансовый год предприятия. По итогам совмещения данных формируются баланс и отчет о прибылях и убытках предприятия, содержащие как фактическую, так и прогнозную информацию для вариантов финансирования посредством кредита и секьюритизации.

7. *Сравнение основных вариантов финансирования на основе расчета показателей результативности метода финансирования,* включая дисконтированный финансовый денежный поток (DCF), эффект от структурирования сделки секьюритизации, финансовые коэффициенты и средневзвешенная стоимость капитала (WACC).

На последнем этапе осуществляется анализ полученных абсолютных и относительных показателей и их сравнение между рассматриваемыми вариантами финансирования для каждого периода строительства объектов

НГК и всего прогнозного периода. При этом схема традиционного финансирования с помощью кредита является базовым вариантом для сравнения. Финансовые коэффициенты вычисляются в отдельных таблицах и предназначены для проведения финансово - экономического анализа деятельности организации. На основе данных баланса и отчета о прибылях и убытках рассчитываются показатели рентабельности, финансовой устойчивости (относительные и абсолютные), ликвидности, деловой активности, платежеспособности, кредиторской и дебиторской задолженности, и другие финансовые коэффициенты для каждого из периодов, а также динамика изменения этих показателей. Данные расчеты осуществляются с помощью программного обеспечения «ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ: ПРОФ. + ОЦЕНКА БИЗНЕСА», разработанного ООО «Константа» и предназначенного для проведения финансово-экономического анализа деятельности организации по данным бухгалтерского баланса и дополнительным данным аналитического бухгалтерского учета, а также оценки на основе этих данных стоимости предприятия и составления аналитического отчета. Рассчитанные таким образом коэффициенты используются для анализа финансового состояния строительного предприятия на различных этапах привлечения финансирования.

Исходные данные формировались таким образом, чтобы стоимость собственного капитала фирмы была больше заемного по причине более высоких рисков для акционеров, а также наличия «налогового щита» при использовании заемного капитала.

В качестве критериев выбора варианта финансирования предлагается использовать минимальное значение средневзвешенной стоимости капитала для предприятия и наличие положительного дисконтированного финансового денежного потока по проекту.

Предполагается, что результат от использования секьюритизации строительным предприятием (оригинатором) будет положительным, если выполняется следующее условие соотношения средневзвешенных стоимостей капитала:

$$WACC_t^{kf} > WACC_t^{сек}, WACC_t^{сек} = \min(WACC_t^{CA}, WACC_t^{C3}),$$

где:

$WACC_t^{kf}$ - средневзвешенная стоимость капитала для строительного предприятия при финансировании посредством кредита;

$WACC_t^{сек}$ - средневзвешенная стоимость капитала для строительного предприятия в результате использования механизма секьюритизации;

верхний индекс обозначает соответствующий способ финансирования: кф – финансирование посредством кредита, сек – секьюритизация, СА – секьюритизация на базе договора аренды, СЗ – секьюритизация на базе договора займа.

Сама по себе минимизация средневзвешенной стоимости капитала не может быть однозначным критерием оптимальности его структуры. Изменения в структуре и стоимости капитала имеют положительный эффект, когда они не оказывают негативного влияния на денежный поток. Если результатом привлечения нового заемного капитала станет снижение допустимого уровня риска и это повлечет последующее сокращение денежных потоков, такие изменения могут привести к ухудшению финансового состояния компании при уменьшении стоимости капитала.

В рамках этого анализа для каждого способа финансирования осуществляется оценка дисконтированного денежного потока от инвестиционной, операционной и финансовой деятельности originатора (финансового денежного потока), который рассчитывается в модели следующим образом:

$$NPV_{орис}^f = \sum_{t=0}^N \frac{CF_t^f}{(1+i)^t},$$

где:

$NPV_{орис}^f$ – дисконтированный финансовый денежный поток originатора при f -способе финансирования;

CF_t^f – денежный поток originатора от инвестиционной, операционной и финансовой деятельности в период t при f -способе финансирования;

i – норма текущей доходности;

N – количество периодов строительства объектов НГК.

Для допустимых вариантов финансирования по определению выполняются условия неотрицательности чистого дисконтированного дохода (ЧДД), т.е. условия $NPV_{орис}^f \geq 0$. Кроме того, для выбора в пользу секьюритизации в любой из двух схем требуется получение более высокого ЧДД по сравнению с кредитным финансированием, т.е. условия $NPV_{орис}^{сф} \leq NPV_{орис}^{сек}$. Отметим, что в модели денежный поток для originатора совпадает с денежным потоком для финансового планирования, так как строительство объекта финансируется заказчиком в полном объеме.

С точки зрения влияния на величину операционной прибыли эффект от использования механизма секьюритизации строительным предприятием в каждый момент времени по сравнению с финансированием посредством кредита может быть оценен следующим образом:

$$\mathcal{E}C_t^f = (\Delta EBIT_t^f - \Delta X_t^f - T_t^f - C_t^f) \times (1 - t_t),$$

где:

$\mathcal{E}C_t^f$ – эффект от структурирования f -й сделки секьюритизации в период t ;

$EBIT_t^f$ – операционная прибыль для f -й сделки секьюритизации за

анализируемый период t ;

X_i^f – сумма процентов по привлеченным средствам за период t в результате использования f -й сделки секьюритизации;

T_i^f – прочие налоги для f -й сделки секьюритизации за анализируемый период t ;

C_i^f – сумма расходов на структурирование f -й сделки секьюритизации в период t , которая может быть получена калькулированием либо методом экспертных оценок;

t_i – ставка налога на прибыль.

Предложенная модификация модели охватывает движение финансовых потоков и взаимодействие originатора и СЮЛ на всех этапах механизма и позволяет оценить результат использования секьюритизации с помощью инструментов проектного анализа по совокупности финансовых транзакций в целом.

4. Проанализированы результаты применения секьюритизации в практической деятельности группы «Сибтрубопроводстрой», выполнены серии расчетов для ОАО «Стройтрансгаз» и определены наиболее приемлемые варианты финансирования с помощью предложенной модификации имитационной модели инвестиционного проекта.

В схеме секьюритизации, реализованной группой «Сибтрубопроводстрой» («СТПС»), лежит идея финансирования под выделенный денежный поток. Функции специализированного юридического лица выполняет ЗАО УК «СТПС». Так как акционеры компании «СТПС» не стремятся к публичности, ЗАО УК «СТПС» не эмитирует акции, а привлекает финансирование с помощью банковских кредитов и размещения векселей. Организационно-экономические мероприятия, включая обособление активов, завершились к концу 2004 г. Применение методических рекомендаций, изложенных в работе, положительно сказалось на финансовых показателях originатора на протяжении 2005—2010 гг. В целом, привлечение финансирования, основанное на принципах механизма секьюритизации с использованием векселей, позволило существенно улучшить финансовые показатели originатора - ОАО «Сибтрубопроводстрой», в том числе снизить WACC с 12,9% до 10,9% после применения механизма секьюритизации.

Предложенная модификация имитационной модели была апробирована в практических расчетах для сравнения кредита и секьюритизации в качестве альтернативных механизмов финансирования ОАО «Стройтрансгаз». Расчеты исходят из того, что ОАО «Стройтрансгаз» для работы на новых объектах требуется приобретение оборудования на сумму 5 млрд. руб. с НДС, срок амортизации составляет 5 лет, амортизация начисляется

равномерно. Строительное предприятие рассматривает 2 варианта привлечения внешнего финансирования: 1) долгосрочный банковский кредит сроком на 5 лет, ставка 15%; 2) секьюритизация на тот же срок, но по меньшей ставке – 13,25% благодаря более высокому кредитному рейтингу заказчиков строительства, при этом 0,25% — это затраты на структурирование сделки секьюритизации.

При проведении расчетов использовались следующие основные предположения. Денежные потоки дисконтируются по ставке 17,5%. Выплаты процентов по кредиту осуществляются раз в год. В качестве прогнозного рассматривается пятилетний период, в течение которого предприятие обеспечивает стабильные объемы выручки. При расчете налогов предполагалось, что предприятие уплачивает следующие налоги и обязательные платежи: налог на добавленную стоимость по ставке 18%; налог на прибыль по ставке 20%; налог на имущество по ставке 2,2%; налоги, включенные в себестоимость (страховые взносы во внебюджетные фонды, транспортный налог, земельный налог); местные налоги. Для построения денежных потоков от операционной деятельности ОАО «Стройтрансгаз» использовались следующие исходные данные. Доходы предприятия от строительно-монтажных работ прогнозируются на постоянном уровне 40 млрд. руб. в год для всего периода анализа, что соответствует средним показателям предприятия за предыдущие 5 лет. Текущие издержки определяются на основе ретроспективных данных о себестоимости строительно-монтажных работ для предприятия за предыдущие 5 лет.

На основе указанной информации были смоделированы денежные потоки для двух вариантов финансирования (кредит и секьюритизация), рассчитан отчет о прибылях и убытках, сформирован прогнозный баланс. Полученные результаты совмещены с фактическими показателями ОАО «Стройтрансгаз» за предыдущие 6 лет (2003—2008 гг.), при этом данные предпроектной стадии «накладываются» на показатели за 2008 г., в последующие годы в отчетности изменяются только расчетные показатели.

Результаты расчетов показали, что для секьюритизации на основе договора аренды на протяжении первых лет проекта значения ряда относительных финансовых показателей (коэффициент автономии, финансовый рычаг) лучше, чем при традиционном финансировании, в то время как для общей рентабельности и рентабельности собственного капитала характерна обратная тенденция. Однако постепенная амортизация суммы привлеченного финансирования и приобретенных основных средств элиминируют этот эффект на завершающей стадии проекта.

Средневзвешенная стоимость капитала в первый-предпоследний годы проекта для секьюритизации на базе договора аренды превышает стоимость для кредитного финансирования. Однако в последний год проекта,

когда происходит погашение кредита и последние выплаты инвесторам, значения WACC равны для вариантов секьюритизации и кредита (табл. 1).

При секьюритизации на базе договора займа показатели рентабельности, финансовой устойчивости, относительные показатели (коэффициент автономии, финансовый рычаг) выглядят лучше для секьюритизации в отличие от традиционного финансирования. Из расчетов видно, что результаты секьюритизации связаны со снижением стоимости финансирования, обусловленной в свою очередь более высоким кредитным рейтингом заказчиков строительства. Средневзвешенная стоимость капитала с первого по предпоследний годы проекта для варианта секьюритизации на базе договора займа меньше стоимости для кредитного финансирования.

Таблица 1. Средневзвешенная стоимость капитала originатора, в долях

Период проекта	WACC ₁	WACC ₂	WACC ₃	WACC ₄	WACC ₅
Кредит	0,13	0,13	0,14	0,14	0,20
Секьюритизация «договор аренды»	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Секьюритизация «договор займа»	0,12	0,12	0,13	0,14	0,20

Таблица 2. Накопленный чистый дисконтированный финансовый денежный поток originатора, млн. руб.

Период проекта	CF ₁	CF ₂	CF ₃	CF ₄	CF ₅	NPV
Кредит	1 808,80	997,77	640,21	550,70	-1 126,84	2 870,64
Секьюритизация «договор аренды»	498,02	434,65	379,11	330,47	287,91	1 930,16
Секьюритизация «договор займа»	1 868,38	1 048,47	901,51	775,07	-1 566,15	3 027,27

В последний год значения WACC равны для всех вариантов в связи с выплатой суммы привлеченного финансирования. По итогам расчета можно рекомендовать предприятию выбрать секьюритизацию на базе договора займа как наиболее предпочтительную форму внешнего финансирования, оказывающую положительное влияние на дисконтированный денежный поток originатора (табл. 2).

Расчеты по модифицированной ИМИП для ОАО «Стройтрансгаз», позволяют обосновать применение секьюритизации на базе договора займа для привлечения внешнего финансирования данным предприятием, следующим шагом которого должна стать реализация этапов разработанной методики по структурированию сделок секьюритизации. Практический опыт применения данной методики в группе компаний «Сибтрубопроводстрой» демонстрирует эффективное использование механизма секьюрити-

зации в строительстве объектов НГК в вертикально-интегрированном холдинге с созданием СЮЛ для обособления денежных потоков по строительным контрактам. В обоих примерах наблюдается положительные результаты от секьюритизации, которые соответствуют масштабу выручки каждого из предприятий. Также для обоих случаев характерно снижение средневзвешенной стоимости капитала при использовании секьюритизации на базе договора займа. Результаты, полученные в модифицированной ИМИП, позволяют обосновать и предложить использование механизма секьюритизации предприятиями, специализирующимися на строительстве объектов инфраструктуры НГК.

ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в изданиях, входящих в перечень ВАК

1. Петровичев А. Ю. Альтернатива банковским кредитам для строительных предприятий нефтегазового комплекса // *Финансы*. – 2010. – № 9. – С. 75—76. 0,23 п.л.
2. Петровичев А. Ю. Нормативное регулирование секьюритизации в странах Европы // *Право и Экономика*. – 2010. – № 12. – С. 71-74. 0,44 п.л.
3. Петровичев А. Ю. Применение секьюритизации предприятиями нефтегазового комплекса в условиях финансового кризиса // *Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом*. – 2009. – № 8. – С. 26–29. 0,32 п. л.
4. Петровичев А. Ю. Развитие секьюритизации в условиях рыночной экономики // *Банковское дело*. – 2011. – № 3. – С. 57—61. 0,58 п.л.
5. Петровичев А. Ю. Секьюритизация – альтернативный способ привлечения финансовых ресурсов // *Деньги и кредит*. – 2010. – № 10. – С. 45–50. 0,69 п. л.
6. Петровичев А. Ю. Секьюритизация в строительстве объектов нефтегазового комплекса // *Право и Экономика*. – 2009. – № 6. – С. 48– 57. 1,1 п.л.
7. Петровичев А. Ю. Инсайдер в законе // *ЭКО*. – 2004. – № 10. – С. 106–112. 0,35 п.л.

Публикации в других изданиях

8. Петровичев А. Ю. Секьюритизация à la française // *Рынок ценных бумаг*. – 2006. – № 19. – С. 66—69. 0,48 п.л.
9. Petrovitchev A. La titrisation en Russie // *Revue de droit bancaire et financier*. – 2007. – № 3.– р. 48 – 52. 0,47 п. л.
10. Петровичев А. Ю. Система трансферта для передачи прав по именованым ценным бумагам // *Вестник Национальной ассоциации участников фондового рынка*. – 2004. – № 11—12. – С. 51—54. 0,44 п.л.

Подписано в печать 05.2012 г.
Формат 60 × 84/16
Уч.-изд. л. 1,3.
Заказ № Тираж 100 экз.

Редакционно-издательский центр НГУ
630090. Новосибирск-90, ул. Пирогова, 2