

ВОЗМОЖНОСТИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

П.С. Сухомыро

Санкт-Петербургский государственный экономический университет,
R.s.U.pro@yandex.ru

Аннотация. Изучение опыта привлечения финансирования российскими корпорациями в достаточно сложных экономических условиях является актуальной исследовательской задачей. В этой связи, корпорациям важно выходить на совершенно новый для них уровень и искать новые пути развития бизнеса в условиях нестабильности экономики и экономического развития в целом.

В данной статье будет представлено авторское исследование и обобщение анализа по привлечению финансовых ресурсов корпорациями в Российской Федерации в нестабильных условиях. Будет определено, какие именно потенциальные возможности есть у российских компаний, и с какими рисками и угрозами могут компании столкнуться.

В статье, также, будут даны стратегии и идеи, которые можно будет применить в достаточно сложных и нестабильных экономических условиях для привлечения финансовых ресурсов для развития бизнеса.

Ключевые слова: экономическая нестабильность, стратегии развития, финансирование, облигационное финансирование, корпоративная адаптация.

Введение. За последние два десятилетия фирмы работали во все более неопределенной экономической среде, а финансовые рынки испытывали значительную волатильность.

Последствия неопределенности включают снижение деловой активности, рост стоимости финансирования, более широкие спреды доходности, более короткие сроки погашения долгового

финансирования и повышенные премии за риск для инвестиций в акционерный капитал. Автор, при этом, утверждает, что, когда фирмы работают в условиях неопределенности экономической среды, существует повышенный спрос на капитал для смягчения негативных последствий, вызванных макроэкономической средой.

В литературе по корпоративным финансам предлагается несколько объяснений решения фирм привлечь капитал и их выбора инструментов финансирования [11, с.86].

Однако вмешательство центральных банков во время экономических кризисов посредством программ количественного смягчения и покупки активов и изменений в структуре собственности американских фирм изменили механизмы финансирования, и повлияло на выбор фирмами, не склонными к риску, финансового инструмента в пользу относительно «безопасных» облигаций и заемных средств.

Основываясь на первоначальном постулате о том, что фирмы привлекают больше капитала в периоды высокой экономической неопределенности, автор выдвигает гипотезу о том, что структура собственности фирм играет значительную роль в определении выбора финансового инструмента для привлечения капитала.

Автор статьи утверждает, что первоначальное решение о привлечении капитала, за которым следует выбор ценных бумаг и объема финансирования, являются последовательными и отражают выбор политики фирмы. Одновременное решение этих вопросов требует использования системы одновременных уравнений. Применение этой структуры является важным вкладом в это исследование.

Автор, также, находит поддержку гипотезе контроля, согласно которой акционеры, особенно в фирмах с более высокой долей институциональных инвесторов, предпочитают привлекать капитал, используя долговые инструменты, чтобы избежать размывания собственности и более высоких премий за акционерный капитал. Этот вывод также дополняет вывод Бурдина Т. Т. о том, что более высокая экономическая неопределенность, связана с низким уровнем корпоративного риска [1, с.36].

Неопределенность экономической политики не только влияет на прибыльность фирм, но и препятствует принятию корпоративных инвестиционных решений. В частности, это влияет на решения по удовлетворению их потребностей в капитале.

Финансовая гибкость для привлечения капитала с использованием альтернативных методов, таких как банковские кредиты, облигации и акции, сопряжена с издержками [4, с.36].

Болтон и Фрейхас предполагают, что в зависимости от уровня информационной асимметрии более рискованные фирмы предпочитают банковские кредиты, тогда как менее рискованные фирмы выходят на рынки облигаций, а фирмы, находящиеся между ними, предпочитают как акции, так и облигации [18, с. 99].

Также, несколько исследований показывают, что неопределенность повышает требования фирм к капиталу для инвестиций, включая внутреннее финансирование, долговое финансирование как механизм заполнения пробелов или из-за более высокого спроса на «безопасные» облигации [15, с.22].

Тем не менее, компании РФ, в целом, смогли приспособиться к неопределенным реалиям, привлекая финансирование даже в самых сложных для них условиях. Так, с 2017 по 2021 гг. финансовые заимствования в России достигли самых высоких темпов роста.

По данным BIS (Банка международных расчетов), с 2017 года зарубежное кредитование корпораций РФ (долговые ценные бумаги, займы, депозиты) смогло достичь высоких уровней роста вплоть до 2021 года.

Из общего долга резидентов РФ перед зарубежными банками, который составлял, в общей сложности, порядка 102,7 млрд. долл., получены были: из ФРГ – 7,7 млрд.\$, из Великобритании – 14,3 млрд.\$ и из Франции – 16,3 млрд.\$, соответственно.

В 2020 году рынок демонстрировал оптимистические перспективы роста экономики, была устойчивая позитивная динамика цена на нефть, рынок показывал хороший курс ЦБ РФ и смягчение ДКП (денежно-кредитной политики) и, в целом, общее улучшение состояния экономики. Все это дало возможность достаточно благоприятно отразиться на рынке размещения еврооблигаций.

За 2021 год, эмитенты РФ разместили в разных валютах еврооблигаций на 37 млрд\$. Этот показатель на 20 млрд. выше, чем за 2020 году. Динамичность, при этом, проявили корпорации горно-

добывающей промышленности, газовой сферы. Эти компании смогли получить поддержку от роста цен на рынке сырья. На эти корпорации пришлось порядка трети всех эмиссий в 2021 году.

Так, ПАО «Газпром» разместил еврооблигаций на £850 млн., Норильский никель - 1 млрд\$.

Еврооблигации дают возможность привлекать заемщикам финансирование с достаточно стандартизированной организацией размещения, а также, с последующим сохранением необходимой доли в капитале компании (в сравнении с IPO/SPO) и с меньшими ограничениями по сравнению с банковским финансированием [7, с.112].

Альтернатива еврооблигациям – это рынок синдицированных кредитов. Так, в 2020 году заемщики России смогли получить данный вид кредитов на 16 млрд\$.

Таким образом, кризисы и неопределенность – это достаточно частое явление экономики мира. Именно поэтому каждый топ-менеджер должен иметь навыки работать в условиях неопределенности, выстраивая работу, как с инвесторами, так и с банками [3, с. 96].

Далее, следует проанализировать ключевые шаги во взаимодействии компаний с кредиторами и с инвесторами.

1. Выдача информации финансовым партнерам.

Как инвестору, так и кредитору важно финансовое состояние заемщика и его перспектива, именно, в кризис или неопределенный период. Поэтому важнейшим для них документом можно считать финансовую модель компании [2, с.122].

2. Изменение условий текущих кредитов.

В период неопределенности, безусловно, стоит ожидать ухудшения показателей работы компании и, как итог, кредитного состояния заемщика. Следовательно, изменение условий кредитов может быть выгодным, как для заемщика, в целом, так и для банка (кредитора) [5, с.84].

3. Привлечение нового финансирования.

В период неопределенности сложность составляет переоценка рисков со стороны банков и инвесторов. Именно по этой причине банки сокращают объемы кредитования, когда как, в целом, на рынке, как правило, повышаются ставки по процентам. Допустимое решение, в данном случае, для заемщика – это применение, так называемых, револьверных кредитных линий [8–9].

Этот инструмент дает возможность заемщику получить доступ к банковской ликвидности. Однако должны приниматься в учет и возможные неопределенности экономики. Этот инструмент, также, используется заемщиками в целях поддержания определенного уровня доступной ликвидности.

Далее будет предложен пошаговый алгоритм финансирования сделок M&A. Алгоритм заключается в использовании компаний бридж-кредитов, совместно, синдицированных еврооблигаций и кредитов.

Ниже можно отследить основные этапы алгоритма [1, с.12]:

1. Компания-покупатель привлекает краткосрочный бридж-кредит («1»). Компания направляет поступающие денежные средства для расчета с продавцом. Все происходит в рамках сделки M&A («А»).

Структурные параметры бридж-кредитов:

- валюта: евро, долл. США, рубли;
- объем будет иметь зависимость от стоимости сделки M&A;
- ставка по процентам: фиксированная/плавающая;
- срок: 3–6 месяцев, есть возможность продлить до 1 года;
- график погашения: в конце срока кредита одним платежом;
- обеспечение: нет;
- условия: поскольку кредит краткосрочный, документация включает минимальный набор финансовых ковенантов;
- длительность реализации этой сделки: 1 месяц;
- кредиторы-банки: финансирование предоставляется одним или несколькими ключевыми партнерами компании.

2. Компания реализует сделку по привлечению срочного (классического) синдицированного кредита от пула банков («2»). Финансовые ресурсы направляются на частичное погашение бриджкредита («Б») [10, с.32].

Финансовые элементы срочного синдицированного кредита:

- валюта: евро, долл. США, рубли;
- объем: зависит от стоимости сделки;
- процентная ставка: фиксированная или плавающая;
- срок: 3–5 лет;
- график погашения: одним платежом в конце срока кредита или же равными ежеквартальными платежами после окончания льготного периода (1–2 года);
- обеспечение: гарантии и поручительства, залог активов, банковских счетов;
- значимые условия: наличие полного комплекта финансовых ковенант;
- длительность реализации сделки: 2 месяца;
- банки-кредиторы: финансирование предоставляется синдикатом международных и российских банков-кредиторов.

3. Компания размещает выпуск еврооблигаций на международном рынке капитала («З»). Финансовые ресурсы направляются на полное погашение бридж-кредита («В») [9].

Ключевые условия выпуска еврооблигаций это:

- валюта: долл. США и евро;
- объем: зависит от стоимости сделки M&A;
- процентная ставка: фиксированная;
- срок: 5–7 лет;
- график погашения: одним платежом в конце срока еврооблигаций;
- обеспечение: нет;
- значимые условия: регистрация выпуска и допуск к торгам на одной из европейских бирж;
- длительность реализации сделки: 2 месяца;
- инвесторы: хедж-фонды, международные управляющие и страховые корпорации [15].

По итогам исполнения сделок, показанных выше, корпорация может рассчитаться по сделкам вида M&A посредством бридж-кредита. Далее, корпорация рефинансирует банковский краткосрочный инструмент, непосредственно, как долгосрочными, так и среднесрочными сделками на рынках долгового и кредитного капитала [18].

По общему итогу, компания сможет достичь ряд целей по формированию для нее более выгодной и оптимальной структуры капитала, а именно:

- посредством использования в работе разных инструментов корпорация диверсифицирует источники финансирования;
- компания сможет продлить сроки привлеченных денежных средств, непосредственно, через применение синдицированных кредитов на средний срок, и долгосрочных еврооблигаций [16-17];
- использование в работе финансовых инструментов, деноминированных в разных валютах (евро, рубли или доллары США);
- сотрудничество и взаимодействие, как с иностранными, так и с российскими кредитными корпорациями и банками. Взаимодействие с институциональными инвесторами мировых глобальных рынков капитала [9].

Существует обширная литература по выпуску ценных бумаг, в которой дается несколько объяснений того, почему фирмы привлекают капитал и выбирают инструменты финансирования. Теория иерархического порядка выстраивает иерархический подход к финансированию, предполагая, что финансовые решения фирм следуют уникальному порядку:

- (1) внутренние ресурсы, чтобы избежать затрат на внешнее финансирование,
- (2) долговое финансирование для использования налоговых щитов и
- (3) акционерное финансирование.

Согласно теории статического компромисса, фирмы стремятся достичь оптимального уровня лeverеджа, максимизируя налоговые щиты, связанные с долговым финансированием. Кроме того, инвесторы требуют более высокой премии за инвестиции в акционерный капитал из-за более высокой асимметрии информации и большего риска, что приводит к тому, что фирмы предпочитают долговое финансирование.

Пошаговый алгоритм привлечению финансирования сделок дает возможность компаниям привлекать кредиты, размещать еврооблигации, как итог, достичь целей формирования адекватных отношений, как с инвесторами, так и с кредиторами. Причем, параллельно формируется оптимальная структура капитала корпорации.

Решение о привлечении капитала с помощью конкретного финансового инструмента и его размер не только напрямую взаимосвязаны, но и косвенно зависят от специфических для фирмы и макроэкономических факторов.

Следовательно, факторы, определяющие решения о привлечении капитала, выбор инструмента и объем, могут отличаться друг от друга.

Список использованных источников

1. Гуров И. Н., Бурдин Т. Т. Влияние неопределенности инфляционных ожиданий на срочность долгового финансирования компаний // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2021. – Т. 23, № 4. – С. 150–162. – DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.jvolsu.2021.4.12>.
2. Датта С., Доан Т., Искандар-Датта М. (2019) Неопределенность политики и структура погашения корпоративного долга. *J Financ Stab* 44:100694.
3. Тарасов А.А. Управленческий анализ инструментов привлечения международного финансирования. *Управление*. 2020;2:57–62. <https://doi.org/10.26425/2309-3633-2020-2-57-62>
4. Ashraf D, Rizwan MS, Azmat S (2020) Not one but three decisions in sukuk issuance: understanding the role of ownership and governance. *Pac Basin Finance J*. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101423>.
5. Işık C, Sirakaya-Turk E, Ongan S (2020) Testing the efficacy of the economic policy uncertainty index on tourism demand in USMCA: theory and evidence. *Tour Econ* 26(8):1344–1357. <https://doi.org/10.1177/1354816619888346>.