

УДК 622:65.011.12

М.Х. Пешкова, Е.В. Жидкова

ОБОСНОВАНИЕ СПОСОБОВ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИХ НЕОБХОДИМЫЙ ТЕМП РОСТА СТОИМОСТИ УГОЛЬНЫХ КОМПАНИЙ

Обоснованы способы привлечения капитала (кредит, лизинг, выпуск облигаций, IPO), обеспечивающих необходимый темп роста стоимости угольных компаний, согласно задачам, поставленным в Энергетической стратегии РФ на период до 2030 года.

Ключевые слова: PI (Profitability Index) – индекс прибыльности; EP (Economic Profit) – экономическая прибыль; WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала; V (Value) – стоимость компании; поэтапный рост стоимости компании; экономико-математическая модель.

Семинар № 9

В 2009 г. Правительством РФ разработана новая Энергетическая стратегия страны на период до 2030 года (ЭС-2030). Она носит инновационный характер: нацелена на повышение уровня конкурентоспособности топливно-энергетического комплекса (ТЭК), интеграцию в мировой энергетический рынок. ЭС-2030 ориентирует компании ТЭК на биржевую торговлю, создание инфраструктурных проектов, либерализацию и продвижение в научно-техническом направлении. Все эти меры призваны создать «устойчивый рост экономики, повышение качества жизни населения страны и содействовать укреплению ее внешнеэкономических позиций» [1].

Экономическое развитие топливно-энергетического комплекса требует реализации перспективных проектов, призванных обеспечить выполнение основных положений Энергетической стратегии России до 2030 года. При этом значительное внимание уделяется повышению эффективности

управления угольными предприятиями и наращиванию их производственных мощностей.

Причём, в Энергетической стратегии отмечено, что «в целом завершена реструктуризация угольной промышленности ...завершается программа закрытия убыточных и неперспективных угольных предприятий..., ...прекращено дотирование угольной промышленности государством...» [1]. Следовательно, основным направлением для достижения целей ЭС-2030 в части развития угольной отрасли должно быть эффективное инвестирование успешно функционирующих компаний, (которые при определённых условиях могут значительно повысить эффективность своего производства), а не дотирование убыточных шахт.

Исполнение ЭС-2030 разделено на 3 этапа. Окончание первого этапа намечено на 2013-2015 гг., второго – на 2020-2022 гг. и завершение третьего этапа соответствует окончанию срока реализации данной Энергетической стратегии – до 2030 года.

**Основные индикаторы развития угольной отрасли
в соответствии с ЭС-2030**

Индикаторы\направления	1 этап	2 этап	3 этап
Удельный вес вновь вводимых мощностей по добыче в общем объеме добычи угля (%)	5-6	15-20	25-30
Удельный вес прогрессивных технологий добычи в общем объеме добычи угля: - подземный способ - открытый способ	35-40 30-35	55-60 40-50	65-70 60
Темпы роста нагрузки на очистной забой (в % к 2005 году)	135-140	200-250	400-450
Добыча угля (млн. тонн), в т.ч. коксующегося	314-350 70-84	365-410 90-94	425-470 101-106

Новая ЭС выражает твёрдые намерения государства уделять пристальное внимание развитию топливно-энергетического сектора. В частности, о преобразованиях в угольной промышленности свидетельствуют следующие прогнозные показатели (таблица).

С целью успешной реализации ЭС-2030 в современных условиях становления рыночных отношений в угольной отрасли России, важнейшей задачей для компаний является рост их стоимости, который обеспечивается поэтапным, ежегодным созданием дополнительной (прибавочной) стоимости.

Очевидно, что планируемый рост объёмов добычи угольных предприятий не может быть достигнут без грамотной финансово-экономической политики, проводимой владельцами и руководством шахт. Принимая то или иное производственное решение, необходимо проанализировать экономические последствия, которые произойдут в будущем.

Поскольку основная проблема повышения жизнеспособности угольного сектора заключается в высоком уровне износа основных фондов и нехват-

ке оборотных средств, особое внимание следует уделить обоснованию различных способов привлечения капитала. Такое обоснование должно заключаться в повышении привлекательности угольных компаний для инвесторов и получении наибольшей эффективности использования заёмных средств. Это позволит компаниям полноценно участвовать в конкурентной борьбе, соответствовать параметрам компаний международного уровня, обеспечить рост их стоимости и объёмов производства в соответствии с ЭС-2030.

Очевидно, что использование различных источников привлечения капитала зависит не только от его стоимости и условий предоставления, но и от уровня эффективности функционирования самой компании, привлекающей капитал.

Таким образом, данная статья посвящена обоснованию способов привлечения капитала, обеспечивающих необходимый рост стоимости угольных компаний, функционирующих с различным уровнем эффективности.

Уровень эффективности компании предлагается определять за определённый период времени, характери-

зующий отдачу от вложенных средств с учётом изменения ценности денежных потоков во времени.

Таким условиям оценки в наибольшей степени соответствует критерий «индекс прибыльности» - PI (Profitability Index).

Чем выше PI компании за определённый период времени, тем выше стоимость компании и темп её роста.

Индекс прибыльности определяет как отношение суммарных дисконтированных положительных денежных потоков (притоков) по исследуемому виду инвестиций к суммарным дисконтированным отрицательным денежным потокам (оттокам):

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^T CF(+)/(1+k)^t}{\sum_{t=0}^T CF(-)/(1+k)^t}, \quad (1)$$

где $CF_t(+)$ - положительный денежный поток в t -й год; $CF_t(-)$ - отрицательный денежный поток в t -й год; k - ставка дисконтирования.

Значение показателя PI позволит компании, которая находится в стадии выбора способов привлечения капитала, выявить наиболее приемлемый или приемлемые способы.

Известно, что если значение PI равно 1,0, то суммарные дисконтированные денежные притоки в точности компенсируют суммарные дисконтированные денежные оттоки (включая инвестиции, текущие затраты, налоги, платежи по обслуживанию долга и другие обязательства), то есть компания в этом случае способна за определённый период времени покрывать свои обязательства получаемыми доходами.

Однако, такая ситуация не приводит к обеспечению самого главного показателя деятельности компании для инвестора - росту её стоимости. Поэтому, с нашей точки зрения, нужно определить необходимый уровень

эффективности деятельности компании (величину PI), при котором может быть достигнут требуемый уровень роста её стоимости в условиях привлечения различных источников капитала, характеризующихся различной стоимостью и различными условиями его предоставления.

Чтобы найти конечную стоимость компании необходимо вначале обозначить создание прибавочной стоимости, то есть прирост.

За рубежом, начиная с 80-х годов прошлого столетия, часто используют модель экономической добавленной стоимости EVA (Economic Value Added) для оценки «процесса создания стоимости компанией» [2]. При этом «положительная величина показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, а отрицательная - об её снижении». В общем виде, согласно балансовым данным, величина экономической добавленной стоимости показывает, создаёт ли компания добавленную стоимость.

Разновидностью показателя EVA является показатель EP (Economic Profit), представленный в модели экономической прибыли.

Величина экономической прибыли EP «... концептуально равнозначна бухгалтерской чистой прибыли, но лишь с условием, что в расчёт принимаются в точности все платежи компании за капитал, а не только проценты по долгу» [3]. Определяется EP одной из следующих формул:

$$EP = IC \times (ROIC - WACC), \quad (2)$$

или

$$EP = NOPLAT - WACC \times IC, \quad (3)$$

где NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) - чистая прибыль; IC (Invested Capital) - инвестированный капитал; ROIC (Rate on Investment Capital) - прибыль на вло-

женный капитал; WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала.

Показатель WACC, зависит от определенного сочетания средних значений стоимости собственного и заёмного капитала компании. Доли заёмных и собственных средств, комбинированных в показателе WACC, выступают в качестве весов:

$$WACC = \sum_{i=1}^m (C_i \cdot w_i), \quad (4)$$

где C_i – стоимость i -го источника заёмного и (или) собственного капитала; w_i – доля i -го источника в общей сумме инвестированного капитала.

Стоимость компании V (Value) будет определяться следующим образом:

$$V = IC + \left(\sum_{t=0}^T \frac{EP_t}{(1 + WACC)^t} \right), \quad (5)$$

где EP_t – экономическая прибыль в t -й год; T – период оценки.

Для оценки роста стоимости компании (τ) предлагается срок деятельности компании разделять на оценочные этапы (например, среднесрочные трёхлетние этапы, $n=3$), начиная с первого, второго и т.д. года и последовательно определять соотношения значений поэтапной стоимости компании, дисконтированных соответственно к началу последующего и к началу предыдущего этапа. Предельным условием для обеспечения жизнеспособности компании при привлечении различных источников капитала можно считать поэтапный рост стоимости компании $\tau_j \geq 1,0$, то есть:

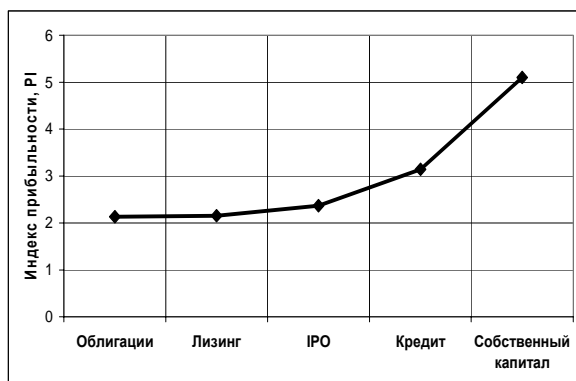
$$\tau_j \geq \frac{\sum_{i=1}^n V_{i+1}}{\sum_{i=1}^n V_i}, \quad (6)$$

где j – оценочный этап, $j = \overline{1 \div N}$; N – количество этапов, $N = T - (n - 1)$.

Определенное при этом условии значение PI позволит установить необходимую эффективность деятельности компании при привлечении различных источников капитала, обеспечивающую предельный уровень роста стоимости компании. В данной работе рассмотрены четыре способа привлечения капитала: банковский кредит, лизинг, размещение облигационного выпуска, продажа части пакета акций компании посредством проведения IPO.

Для решения данной задачи была разработана экономико-математическая модель, где в качестве исходных данных были введены следующие параметры: объём производства, цена продукции, объём привлекаемого капитала, текущие затраты (включая оплату труда, материальные затраты и прочие), амортизационные отчисления, налог на имущество, на прибыль, НДС и др., а также стоимость привлечения капитала при использовании различных источников: % ставка по кредиту, лизинговые платежи (включая ставку по лизингу, комиссионное вознаграждение и дополнительные услуги), ставка купона по облигациям, комиссионное вознаграждение андеррайтера по выпуску облигаций и IPO, дополнительные услуги за листинг при выпуске облигаций и IPO, дивидендные выплаты, уровень инфляции и др.

В результате реализации данной экономико-математической модели для условий одной из угольных компаний установлены предельные значения индекса прибыльности PI , при которых компания может использовать различные источники капитала, обеспечивая при этом необходимый рост стоимости компании (рисунок).



Из рисунка видно, что если значение индекса прибыльности PI (для данных условий) ниже величины 2,13, то компания не может использовать заемные инвестиционные ресурсы, обеспечивая при этом рост стоимости компании. В качестве источника привлечения капитала компания может использовать облигационный займ лишь при значении $PI \geq 2,13$. Для использования лизинга компании необходимо обеспечивать значение $PI \geq 2,15$. Публичное размещение акций на фондовом рынке возможно при значении индекса прибыльности

Предельные значения PI, обеспечивающие рост стоимости компании при использовании различных источников привлечения капитала

$PI \geq 2,37$. Воспользоваться банковским кредитом компания может при значении $PI \geq 3,14$. Для эффективной работы без привлечения заемного капитала необходимо значение индекса прибыльности $PI \geq 5,0$. Именно при этих предельных значениях индекса прибыльности для различных источников привлечения капитала может быть обеспечен необходимый рост стоимости компании.

Таким образом, разработанная экономико-математическая модель позволяет определить предельные значения индексов прибыльности, при которых возможно обеспечить прирост стоимости компании, необходимый для обеспечения привлекательности компании с позиций инвестора.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Энергетическая стратегия России на период до 2030 г. – 3-е изд., перераб. И доп. \ Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 576 с.:ил.
2. Журнал «Стоимость компании: определить и управлять», №7(14), 2007 г.
3. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление.
4. Журнал «Справочник экономиста», №9, 2008 г. **ГИАБ**

Коротко об авторах

Пешкова М.Х. – профессор, доктор экономических наук, зав. каф. ФинГП, mpeshkova@mail.ru
 Жидкова Е.В. аспирант каф. ФинГП, janny0301@mail.ru.
 Московский государственный горный университет,
 Moscow State Mining University, Russia, ud@msmu.ru