

МОДЕРНИЗАЦИЯ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИИ ЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ СФЕРЫ (на примере АО «ЭНЕРГО»)

THE MODERNIZATION OF THE FINANCE SOURCES FOR THE ELECTRICITY INDUSTRY COMPANIES ON THE EXAMPLE OF «ENERGO»

В. В. Назарова, кандидат экономических наук

Я. Ю. Ивлева

Статья посвящена выбору инструментов финансирования сетевых компаний. На основании проведенного анализа рассматривается применимость различных источников финансирования для этой группы компаний. В итоге формируется алгоритм, с помощью которого осуществляется выбор источников финансирования, и выносятся рекомендации по оптимизации структуры капитала данных организаций.

Article is devoted to realize the choice of the optimal capital structure and financing instruments for Russian electricity distribution companies. The result of the study is the algorithm for determination of the optimal debt level and the selection of appropriate sources of finance for the local grid companies, as well as the following recommendations.

Ключевые слова: оптимальная структура капитала, источники финансирования, финансовый рычаг, территориальные сетевые компании, финансирование энергопроектов.

Key words: the optimal capital structure, funding sources, financial leverage, local grid companies, electricity distribution companies, the financing of energy projects.

В настоящий момент перед всеми предприятиями энергетического комплекса России стоит вопрос финансирования сложного капиталоемкого технологического процесса. Данная проблема вызвана рядом факторов:

- моральный и технический износ оборудования. Существующее генерирующее оборудование требует больших капитальных вложений по части текущего обслуживания, реконструкции и модернизации, необходимо создание новых электроустановок, которые будут отвечать современным техническим требованиям и строиться с использованием новых наукоемких технологий;
- недостаточность собственных инвестиционных средств. По большей части компании энергетического комплекса не могут самостоятельно генерировать средства достаточные для финансирования капиталоемких инвестиционных проектов. Это вызвано существующей системой тарифообразования на розничном и оптовом рынке электроэнергии. Установка тарифов координируется региональными регулирующими органами, которые рассматривают все инвестиционные проекты;
- сложность структуры рынка, большое количество регулирующих органов и большие сроки окупаемости проектов снижают привлекательность для инвесторов;
- правильный выбор способа финансирования компании энергетического комплекса поможет

увеличить коммерческую эффективность ее хозяйственной деятельности, увеличить ее рыночную стоимость, снизить операционные затраты, повысить качество обслуживания потребителей и увеличить инвестиционную привлекательность компании.

В структуру рынка электроэнергетики России включены 72 Территориальные распределительные сетевые компании (АО «Энерго»). На них возложена самая сложная, технологичная, капиталоемкая функция – осуществление транспорта электроэнергии. Сетевые компании являются связующим звеном между производителями электроэнергии и конечными потребителями. Они отвечают за развитие и реконструкцию сетей, за обслуживание оборудования, за продажу мощности заказчикам и осуществление технологического присоединения. Высокие затраты, которые несут АО «Энерго», обусловлены большой территориальной разбросанностью объектов производства энергии и конечных потребителей. Российская система поставки энергии организована таким образом, что при передаче энергии от генерирующего объекта абоненту требуется преодоление больших расстояний, вследствие чего возникают большие потери электроэнергии, а также высока стоимость организации самой инфраструктуры поставок электроэнергии.

Так как функция всех сетевых компаний на российском рынке электроэнергетики одинакова, поэтому и

особенности, и специфика компаний с точки зрения финансовых показателей и структуры капитала будут сходны для всех АО «Энерго». Разница в показателях может быть обусловлена только различиями в управлении предприятия и протяженность подведомственных сетей.

В ходе проведенного исследования были сформулированы основные отличительные черты территориальных сетевых распределительных компаний, с учетом которых требуется подбирать источники финансирования их текущей деятельности и новых инвестиционных проектов.

В общих чертах Территориальные распределительные сетевые компании характеризуются следующим образом:

1. Сетевые компании имеют большое количество структурных подразделений, поэтому сталкиваются со сложностью организации их эффективного взаимодействия. Об этом свидетельствуют сроки осуществления технологического присоединения объектов и косвенно задолженность перед заказчиками.
2. Основной доход сетевых компаний – выручка от реализации транспорта электроэнергии, продажи мощности и осуществления технологического присоединения объектов. Об этом свидетельствуют основные статьи доходов компаний.
3. Зависимость доходов компании от системы тарифообразования и регулирующих органов. Комитет по тарифам осуществил смену системы тарифообразования с калькуляции тарифов по расходам на RAB-регулирование (по доходности инвестиционного дохода) с одновременным управлением эффективностью операционных расходов. Эту особенность также можно отследить по показателю выручки.
4. Компании этого типа характеризуются высокими и волатильными операционными расходами: некоторые компании фиксируют этот показатель на уровне 80–90% от выручки, а отдаленные от центра регионы могут наблюдать и превышение расходов над выручкой организации. Прослеживается по показателю операционных расходов.
5. Наблюдается стабильный рост активов баланса, так как сетевые компании наращивают «парк» оборудования, осуществляют новые подключения. Об этом свидетельствует валюта баланса.
6. Особенности деятельности компании формируют структуру активов с преобладанием в ней внеоборотных активов (90%), а именно основ-

ных средств и незавершенного строительства. Активы компании состоят из трансформаторных подстанций, кабельных линий, воздушных линий, различного энергооборудования. Это прослеживается по структуре активов компаний.

7. Расчеты с заказчиками организованы таким образом, что в структуре активов компании наблюдается преобладание краткосрочной дебиторской задолженности в оборотных активах, о чем свидетельствует структура оборотных активов баланса.
8. Структура капитала сетевых организаций характеризуется как несбалансированная: 58% – собственные средства, 21% – краткосрочные обязательства, 21% – долгосрочные обязательства. Такая структура капитала характерна для компаний, которые имеют положительный финансовый результат, ряд отдаленных АО «Энерго» испытывают острую нехватку собственных средств, так как они составляют только 40% структуры капитала, что приводит к отрицательному финансовому результату. Выводы делаются в результате сопоставления структуры пассивов и финансовых результатов компаний.
9. Группы активов и пассивов несбалансированы по ликвидности. Компании этой группы не могут в короткие сроки расплатиться по всем текущим обязательствам, что связано с преобладанием труднореализуемых активов в структуре баланса. Выводы получены сопоставлением групп активов и пассивов: А1, А2, А3, А4, П1, П2, П3, П4.
10. У ТСО высоки риски неплатежеспособности, о чем свидетельствуют низкие значения коэффициентов ликвидности: текущей, абсолютной и срочной ликвидности.
11. Организации обладают отрицательным чистым оборотным капиталом (NWC), что связано с концентрацией средств во внеоборотных активах.
12. АО «Энерго» характеризуются недостаточностью собственных средств в структуре капитала, о чем свидетельствует отрицательный коэффициент обеспеченности собственными источниками.
13. Система взаимодействия с поставщиками и покупателями отработана, о чем свидетельствуют положительные коэффициенты деловой активности: коэффициенты оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженностью.
14. Несбалансированность баланса сказывается на показателях рентабельности, особенно рентабельности собственного капитала,

даже у представителей наиболее успешных АО «Энерго» этот коэффициент находится на уровне 3%.

Рассмотрим некоторые преимущества и недостатки применения различных инструментов финансирования.

- Прямые инвестиции

Сложная структура энергетической отрасли России снижает приток прямых инвестиций в отрасль. Система регулирования и контроль отрасли государством делает неопределенной роль стратегических партнеров в управлении объектами. Срок окупаемости проектов в энергетической сфере превышает 10 лет, кроме того они требуют внушительных вложений.

- Выпуск дополнительных акций

Один из распространенных способов внешнего финансирования компании, но контроль со стороны Единой энергосистемы, Российского фонда имущества и контроль государственных органов осложняют процедуру дополнительной эмиссии акций.

- Кредитные средства

Схемы кредитования активно используются компаниями энергокомплекса. Господдержка сказывается на низких ставках по займам относительно среднерыночных ставок. По краткосрочным займам средняя ставка для АО «Энерго» составляет 8,5%, по долгосрочным чуть ниже – 8,25%. В период кризиса ставки возрастают на порядка 2%. В обязательствах энергокомпаний можно найти широкий спектр банковских продуктов – синдицированные кредиты, возобновляемые кредитные линии, краткосрочные и долгосрочные кредиты, овердрафты.

К особенностям кредитования сетевых компаний можно отнести преобладание товарных кредитов (взаимоотношений с поставщиками) в краткосрочных обязательствах, на долю краткосрочных банковских кредитов приходится лишь порядка 2% займов. Долгосрочное кредитование сетевых компаний по характеристикам можно скорее отнести к среднесрочному кредитованию, так как срок займов не превышает 60 мес. Это не эффективный инструмент кредитования, если учитывать что срок полезного использования основного оборудования (ТП, КТП, кабельные линии, СИП, воздушные линии и т.д.) АО «Энерго» превышает 25–30 лет.

Недостатком использования данного инструмента финансирования является то, что в сложившейся рыночной ситуации срок окупаемости энергопроектов в среднем колеблется от 7 до 30 лет в зависимости от мощности, возможностей рынка продаж электроэнергии, а срок долгосрочного финансирования в

России составляет в среднем 10 лет с достаточно высокими процентными ставками.

С другой стороны, важным преимуществом долгового финансирования компании является то, что выплачиваемые проценты по долгу относятся к расходам, вычитаемым из налоговой базы, а дивиденды и нераспределенная прибыль – нет. Доход по облигациям выводится из-под налогообложения на корпоративном уровне. Компания может успешно использовать эффект налоговой защиты, но при этом принимать во внимание недостатки корпоративного заимствования, издержки организации займа и стабильность фирмы.

Другим преимуществом долгового финансирования компании является решение агентской проблемы в крупной компании. Так как долг дисциплинирует менеджера, не позволяя ему совершать рискованные и нерентабельные проекты, а так же способствует повышению эффективности хозяйственной деятельности организации.

- Бюджетное финансирование

Недостатком бюджетного финансирования является неэффективность инвестируемых средств и их нецелевое использование.

- Лизинг

Данная схема финансирования представляется наиболее привлекательной для АО «Энерго». Лизинг позволяет предприятиям энергетического комплекса проводить реконструкцию и получать новое высокотехнологичное оборудование, не отвлекая собственных ресурсов и оптимизируя налогообложение предприятия. При использовании подобного инструмента отсутствует рост кредиторской задолженности, и улучшаются финансовые показатели компании, появляется возможность для привлечения новых займов. Ускоренная амортизация лизингового оборудования позволяет снизить налог на имущество, а так как арендные платежи относятся на себестоимость, снижается налогооблагаемая прибыль. В табл. 1 представлены основные недостатки и преимущества применения различных схем финансирования для компании АО «Энерго».

Так как задачей сетевых компаний является снижение уровня долга в структуре капитала, то основные схемы финансирования, которые должны быть задействованы при реализации проектов АО «Энерго» это: дополнительная эмиссия акций общества, самофинансирование небольших проектов, прямые инвестиции (для их привлечения необходимо снижение влияния госорганов на сетевые компании), бюджетное финансирование и лизинговые схемы финансирования, как наиболее перспективные. Оптималь-

Таблица 1

Сравнительный анализ источников финансирования для компании АО «Энерго»

Источник финансирования	Недостатки применения источника финансирования	Преимущества использования источника финансирования
Собственные средства (нераспределенная прибыль, изъятие средств из оборота)	Капиталоемкое производство, нехватка средств для самофинансирования энергопроектов. Низкие показатели прибыли.	Оптимизация финансового рычага компании
Прямые инвестиции	Конфликт интересов между государством и потенциальными инвесторами. Не ясна позиция государства в отношении доли участия инвесторов в управлении компанией.	Увеличение доли собственных средств в структуре капитала компании. Финансирование новых проектов без использования заемного финансирования.
Дополнительная эмиссия акций	Конфликт интересов мажоритарных и миноритарных акционеров.	Снижение финансового рычага.
Лизинг	Развивающийся рынок лизинга в России, возможные сложности в процессе организации сделки и выбора лизингодателя.	Финансирование инвестиционных проектов без отвлечения средств из оборота, налоговые выгоды, текущее обслуживание оборудования, пуск-наладка оборудования, страхование имущества, не увеличивается финансовый рычаг.
Овердрафт	Дополнительное привлечение увеличит финансовый рычаг, а необходимо, наоборот, оптимизация.	Доступные условия предоставления овердрафта банками-партнерами. Значительно ниже среднерыночных.
Вексель	Сложность организации и короткий срок. Увеличит финансовый рычаг – отклонение от оптимума.	Доступные условия, невысокие ставки.
Банковский кредит	Увеличит финансовый рычаг – отклонение от оптимума.	Доступность от банков-партнеров. Средняя процентная ставка для типичной энергетической компании составляет 8,5%.
Товарный кредит	Увеличит финансовый рычаг – отклонение от оптимума.	Доступность («условно бесплатные»), налаженные взаимоотношения с поставщиками и подрядчиками по поставке не крупного энергооборудования и осуществлению проектных и монтажных работ.
Среднесрочные займы:		
Банковский залоговый кредит	В текущем положении увеличит финансовый рычаг – отклонение от оптимума.	Активно используется компанией. Доступность. Средняя процентная ставка – 8,25%. Средний срок – 43 мес.
Факторинг	Нет высокого показателя дебиторской задолженности. Технологическое присоединение осуществляется после оплаты его заказчиком, продажа мощности также. Увеличит финансовый рычаг – отклонение от оптимума.	–
Долгосрочные займы:		
Выпуск облигаций	Увеличит финансовый рычаг – отклонение от оптимума.	Используется компанией. Доступность организации. Средняя ставка 8%.
Гибридные долговые инструменты	Возможная частичная потеря контроля над компанией. Сложная организация обращения. Недостаточная проработка нормативной базы. Увеличит финансовый рычаг – отклонение от оптимума.	Снижение валютных и процентных рисков. Снижение стоимости финансирования. Диверсификация активов.
Долгосрочный банковский кредит	Увеличит финансовый рычаг – отклонение от оптимума.	Перспективный инструмент для сетевой компании. Требуемый срок – 20–30 лет (сходный с полезным использованием или сроками окупаемости). Доступность, низкие процентные ставки у банков-партнеров, возможность организации тендеров на предоставление подобных кредитов.

ный уровень долга в структуре капитала компаний энергетической отрасли будет колебаться от 10% до 40%, в зависимости от показателей эффективности их деятельности, чем менее волатильна операционная прибыль компании, тем больший финансовый рычаг она может себе позволить.

Для осуществления выбора источников финансирования территориальных распределительных сетевых компаний необходимо провести анализ по следующему алгоритму (см. рис. 1).

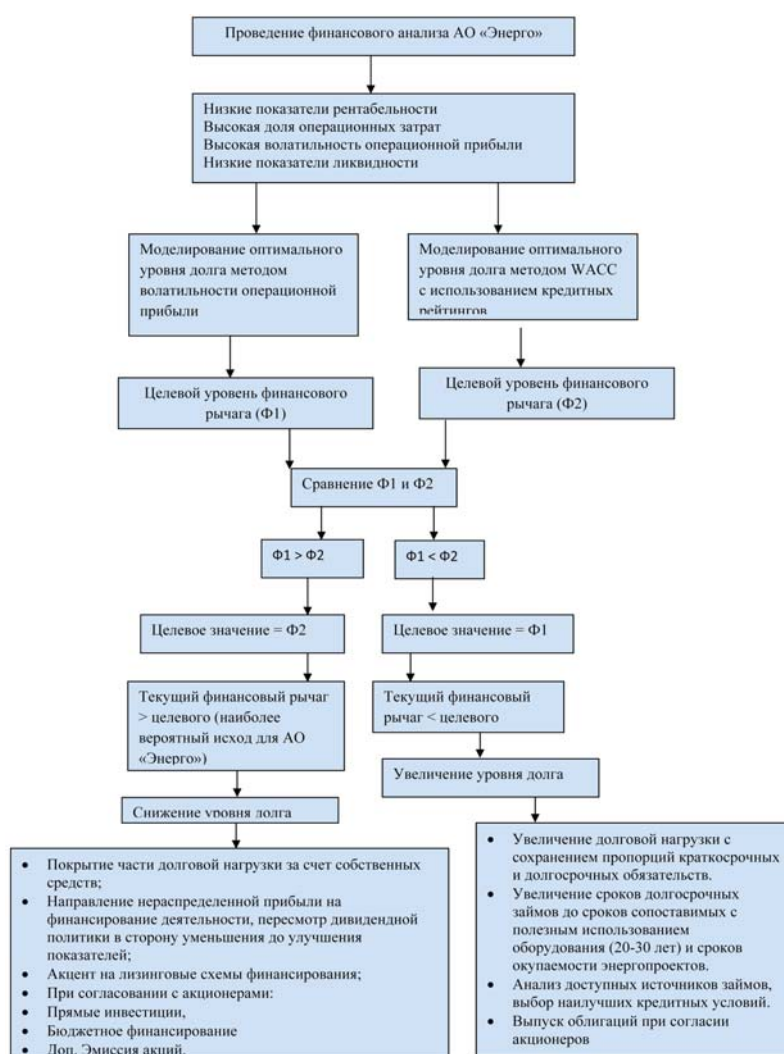


Рис. 1. Алгоритм выбора источников финансирования сетевой компании

В результате проведенного анализа АО «Энерго» можно дать следующие рекомендации:

1. Снижение уровня долговой нагрузки в структуре капитала сетевых компаний. В зависимости от значения волатильности операционной прибыли необходимо снизить долю заемных средств до 10–40%, чем выше волатильность финансовых

результатов, тем меньше финансовый рычаг может позволить компания.

2. Рассмотрение лизинговых источников финансирования как преимущественных при реализации новых энергопроектов. Особенное внимание при выборе лизингодателя уделить компаниям-производителям энергооборудования (трансформаторных подстанций, кабельных линий, воздушных линий).
3. Привлечение средств посредством дополнительной эмиссии акций, прямых инвестиций, бюджетного финансирования при согласовании таких источников с акционерами. Сложности, с которыми может столкнуться сетевая компания при привлечении средств таким образом подробно были описаны ранее. Основной из них является государственное влияние на компании данной отрасли, невозможность участия в управлении сетевой компанией внешних инвесторов.
4. Увеличение длительности долгосрочных займов до сопоставимости с полезным использованием оборудования (15–30 лет), что позволит снизить текущие обязательства и высвободить средства для финансирования основной деятельности.

Применение этих рекомендаций для сетевых компаний позволит:

1. Повысить эффективность операционных расходов, снизить их долю в структуре выручки, тем самым увеличить операционную прибыль компании. Таким образом, уменьшится показатель волатильности прибыли компании и стабилизируются финансовые результаты.

2. Снижение текущих расходов компании посредством увеличения сроков заемных источников позволит погасить задолженность перед заказчиками, осуществить технологическое присоединение объектов, выполнивших технические условия сетевой компании.

3. Повышение инвестиционной привлекательности компании позволит осуществлять реконструкцию сетей и модернизацию энергетической инфраструктуры.

4. Приведение структуры капитала к оптимальной позволит компании стабилизировать показатели ликвидности и снизить риски неплатежеспособности, что так же повысит привлекательность компании для инвесторов.

Применение выданных рекомендаций на практике позволит компании повысить эффективность операционных расходов, снизить их долю в структуре выручки, тем самым увеличить операционную прибыль компании; снизить текущие расходы компании, погасить задолженность перед заказчиками, осуществить технологическое присоединение объектов, выполнивших технические условия сетевой компании; повысить инвестиционную привлекательности компании; проинвестировать реконструкцию сетей и модернизацию энергетической инфраструктуры.

Более точные рекомендации по уровню оптимального финансового рычага для конкретной сетевой компании можно дать, реализовав предложенный в работе алгоритм.

Результаты проведенного исследования имеют практическую значимость для формирования структуры капитала сетевых компаний.

Список использованной литературы

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010. – 1008 с.
2. Особенности ценообразования на рынке электроэнергии и мощности Российской Федерации. М.: Министерство Энергетики Российской Федерации, 2011.
3. Теплова Т.В. Моделирование стоимости корпоративного заимствования на российском рынке // Управление Корпоративными Финансами. – 2011. – № 05 (47). – С. 198–220.
4. Ross S. The determinants of financial structure: the incentive signaling approach // Bell Journal of Economics. – 1977. – № 8. – P. 23–40.
5. Welch I. Capital Structure and Stock Returns// Journal of Political Economy. – 2004. – № 112. – P 106–131.
6. Официальный сайт ЛЭНЭНЕРГО [электронный ресурс] <http://www.lenenergo.ru/>

Назарова В. В. – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансовых рынков и финансового менеджмента НИУ ВШЭ – Санкт-Петербург

Nazarova V. V. – Candidate of Economic Sciences, Assistant Professor, Department of Financial Markets and Financial Management, National Research University – Higher School of Economics, St. Petersburg

Ивлева Я. Ю. – выпускница Магистерской Программы «Финансовый Менеджмент» НИУ ВШЭ – Санкт-Петербург

Ivleva Y. Y. – Postgraduate National Research University – Higher School of Economics, St. Petersburg

e-mail: nvarvara@list.ru; yasik_89@mail.ru

