

Структурированные облигации как инструмент снижения риска повышенной долговой нагрузки компании

Лихачев Сергей Владимирович

аспирант

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия

E-mail: svl-msu@mail.ru

Развитие финансового рынка открывает для компаний новые возможности по привлечению долгового капитала. Благодаря финансовому инжинирингу возник целый класс облигаций, получивший название «структурированные облигации» (structured bonds) – долговые инструменты, которые комбинируются с каким-либо видом производных инструментов¹. Реального выпуска дериватива при этом не происходит: он встраивается в облигацию, изменяя ее параметры с учетом интересов эмитента и инвестора. Денежный поток от владения структурированной облигацией эквивалентен денежному потоку от портфеля, состоящего из прямой облигации и дериватива.

Использование различных видов производных инструментов (по типу контракта, базисному активу и т.д.) дает возможность гибко управлять параметрами облигации, расширяя инвестиционные возможности и повышая оптимальное соотношение заемных и собственных средств.

Согласно классической теории структуры капитала компания выбирает оптимальное соотношение заемного и собственного капитала, исходя из максимизации стоимости компании с учетом эффекта налогового щита и издержек избыточной долговой нагрузки. При отсутствии налогов, согласно первоначальной идее Миллера-Модильяни, стоимость компании не должна зависеть от структуры капитала. Вместе с тем, возможность снижать налог на прибыль за счет процентных платежей побуждает компанию увеличивать заемный капитал до той точки, в которой прирост стоимости компании за счет налогового щита нивелируется увеличением издержек высоких долгов и финансовой нестабильности.

Финансовые затруднения, связанные с высоким уровнем финансового левериджа, могут возникать у компании из-за того, что она вынуждена выплачивать проценты по долгому финансированию даже в те периоды, когда прибыль низка. Выпуск структурированных облигаций позволяет связать величину выплачиваемых процентов с уровнем прибыли компании, и тем самым снизить соответствующий риск банкротства.

Подтвердим тезис на примере гипотетической компании (рисунки 1а и 1б).

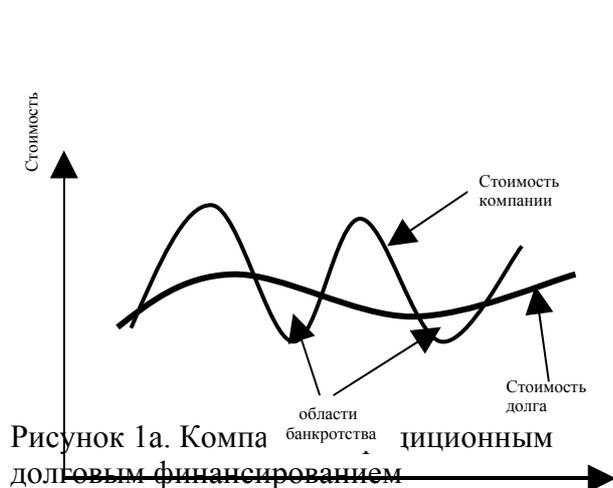


Рисунок 1а. Компания с долговым финансированием

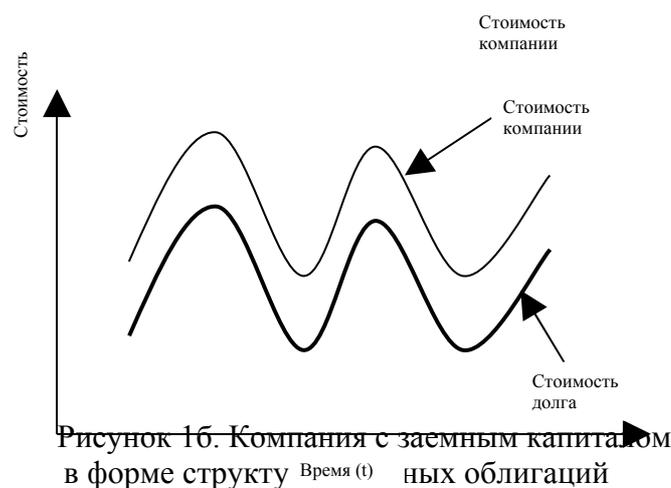


Рисунок 1б. Компания с заемным капиталом в форме структурированных облигаций

Стоимость компании, отражающая приведенную стоимость денежных потоков, изменяется во времени, причем эти колебания обусловлены не только финансовыми показателями самой компании, но и набором макроэкономических переменных, таких как уровень процентных ставок, обменный курс, фаза экономического цикла и т.д.

¹ Колб Роберт У. Финансовые деривативы, М.: «Филин», 1997г., с. 26.

Подобным образом изменяется и рыночная стоимость долга компании. Принимая во внимание тот факт, что собственный капитал равен стоимости компании за вычетом стоимости долга, отметим те периоды времени, когда на приведенном графике кривая стоимости долга лежит выше кривой стоимости компании, а значит - собственный капитал отрицателен со всеми вытекающими отсюда последствиями (рисунок 1а).

А теперь обратимся к рисунку 1б. В данном случае рассматриваемая компания сумела решить проблему финансирования таким образом, что стоимость долга полностью коррелирует со стоимостью компании, то есть оттоки денежных средств на обслуживание долга находятся в теснейшей зависимости от генерируемых компанией денежных потоков. В результате снижаются вероятность и издержки дефолта, и, следовательно, растет стоимость компании.

Таким образом, при прочих равных, за счет использования структурированных облигаций компания может повысить свою кредитоемкость (debt capacity) и увеличить свою стоимость за счет возросшего налогового щита при сохранении уровня рисков.

Техника хеджирования, основанная на сочетании входящих и исходящих денежных потоков (мэтчинг), широко применяется для управления валютным риском. Аналогичного эффекта применительно к управлению активами и пассивами предприятия позволяют добиться и структурированные финансовые инструменты.

Изложенная концепция приобретает дополнительную значимость в случае принятия решения об осуществлении дополнительного финансирования: компания с повышенной долей заемного капитала может отказаться от реализации рентабельного проекта при отсутствии собственных источников финансирования в виду дальнейшего увеличения издержек избыточной долговой нагрузки.

В условиях российского финансового рынка концепция встроенных деривативов может приобрести особую актуальность в виду отсутствия ликвидного срочного рынка, что вызывает определенные трудности в части осуществления хеджирования производными ценными бумагами. Встраивание деривативов в структуру облигации облегчает их обращение и позволяет обойти ограничения, связанные с узостью срочного рынка в РФ.

Прирост стоимости компании в результате выпуска структурированных облигаций, обеспечивающих соответствие доходов компании и долговых платежей, происходит не за счет инвесторов. Истинная причина прироста стоимости кроется в возросшей способности занимать, что позволяет компании наращивать налоговый щит, в меньшей степени опасаясь финансовых затруднений. В итоге эффект финансового рычага согласно формуле Дюпона повысит рентабельность активов компании и создаст дополнительную стоимость для компании и акционеров, при условии превышения отдачи от инвестированных средств над средними затратами на их привлечение.

Литература

1. Лукашов А.В. Эмпирические корпоративные финансы и капитальная структура компании // Управление корпоративными финансами, №2, 2004.
2. Колб Роберт У. Финансовые деривативы. Учебник. М.: «Филинь», 1997г. – 360с.
3. Маршал Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям, М.: Инфра-М, 1998. – 784с.
4. Уилсон Ричард С., Фабоцци Фрэнк Дж. Корпоративные облигации. Структура и анализ, М: Альпина Бизнес Букс, 2005г. – 446с.
5. Myers S.C. Still searching for optimal corporate structure // Journal of Applied Corporate Finance, 1993, pp. 340-350.
6. Smithson Ch. Hybrid securities. What they are and why firms use them, www.schoolfp.cibc.com/articles.