

Т.Н.Беляева

Капитал в структуре корпоративных финансов

Учебное пособие

Иваново 2017

Министерство образования и науки Российской Федерации
Ивановский государственный химико-технологический университет

Т.Н.Беляева

Капитал в структуре корпоративных финансов

Учебное пособие

Иваново 2017

УДК. 336.63 ББК 65.261

Беляева, Т.Н. Капитал в структуре корпоративных финансов: учеб. пособие / Т.Н.Беляева; Иван.гос. хим.-технол. ун-т. – Иваново, 2017. - 90с.

В учебном пособии рассмотрены современные концепции, модели и тенденции развития корпоративных финансов. Изложен широкий круг вопросов, касающихся управления капиталом компании, определения оценочных показателей его стоимости, качества и структуры. Учебное пособие охватывает ключевые разделы, имеющие прикладное значение, что способствует формированию знаний и практических навыков в области аналитики и прогнозирования развития бизнеса с учетом глобальных трансформаций внешней среды.

Для студентов направления «Менеджмент» профиля подготовки «Международный менеджмент».

Печатается по решению редакционно-издательского совета Ивановского государственного химико-технологического университета

Рецензенты:

кафедра экономики Ивановского филиала ФГБОУ ВО
«РЭУ им.Г.В.Плеханова»;

кандидат экономических наук Е.Е. Николаева

(ФГБОУ ВО «Ивановский государственный университет»)

© Беляева Т.Н., 2017

© ФГБОУ ВО «Ивановский
государственный химико-
технологический университет», 2017

Оглавление

Введение	4
1. КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЕ	7
1.1. Современные теории корпоративных финансов	8
1.2. Стейкхолдеры компании и ресурсы, которые они предоставляют	17
2. ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ КАК СРЕДСТВО КОММУНИКАЦИИ	18
2.1. Концепции построения финансовой отчетности	22
2.2. Структура бухгалтерского баланса	22
2.3. Экономическая интерпретация статей Отчета о финансовых результатов	25
2.4. Логика построения Отчета о движении денежных средств и его аналитическая значимость	30
2.5. Логика операций с потоками денежных средств в системе управленческих решений	33
3. УЧЕТНАЯ МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ КОРПОРАЦИИ	37
3.1. Трактовка содержания показателей в рамках модели ССП	37
3.2. Абсолютные финансовые показатели в рамках интересов кредитора	39
3.3. Аналитические показатели прибыли	44
4. СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ И УПРАВЛЕНИЕ ЕГО СТРУКТУРОЙ	47
4.1. Концепция стоимости капитала корпорации и требуемая доходность по элементам заемного капитала	47
4.2. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала	50
5. УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ	56
5.1. Финансовые решения и структура капитала	56
5.2. Концепция финансовой системы компании	58
5.3. Модели оценки оптимальной структуры капитала	60
5.4. Рычаговые эффекты в финансах фирмы	62
5.5. Аналитика финансового рычага при больших беспроцентных обязательствах	64
6. КЛЮЧЕВЫЕ ТЕОРИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА	68
6.1. «Парадокс ММ» совершенного рынка	70
6.2. Налог на прибыль корпорации и парадокс ММ2	72
6.3. Модель Миллера	74
6.4. Выбор между выгодами заемного финансирования и издержками финансовых затруднений: компромиссная теория структуры капитала	77
6.5. Теории, выявляющие факторную зависимость изменения финансового рычага	81
6.5.1. Агентская теория	81
6.5.2. Теория асимметрии информации (сигнальная теория)	82
6.5.3. Теория иерархии источников финансирования	84
Литература	88

ВВЕДЕНИЕ

На современном этапе экономического развития России корпорация стала типичной формой организации бизнеса. Корпоративные структуры – это институциональные образования, позволяющие строить партнерские отношения между организациями и государством, регионами в лице органов исполнительной власти, малым, средним и крупным бизнесом с использованием финансовых методов мобилизации капитала. В условиях индустриального развития стран и формирования рыночных отношений устойчивость экономической динамики и конкуренции обеспечивается именно с помощью крупных вертикально или горизонтально интегрированных структур. Создание корпоративных структур отвечает интересам как государства, так и частного бизнеса. Необходимость объединения денежных средств множества владельцев расширяет финансовые возможности развития перерабатывающих отраслей за счет привлечения капитала рыночных инвесторов. Оптимизация размера капитала и источников его формирования является определяющей составляющей получения наивысшего финансового результата.

Корпоративная организация бизнеса может рассматриваться в качестве интегрированной структуры, для которой характерны:

- коммерческая направленность деятельности организации, нацеленная на максимизацию прибыли или иных денежных выгод в краткосрочном периоде и на рост рыночной оценки капитала при долгосрочном рассмотрении;
- распыленность структуры собственности, т.е. множество владельцев собственного капитала определяет количественно низкую концентрацию структуры собственного капитала;
- разделение функций управления и владения: топ-менеджмент корпорации представлен наемными работниками, не являющимися владельцами собственного капитала;
- функционирование в рыночной среде, а значит, участие в конкурентной борьбе как на товарном рынке, так и на рынках труда и капитала; использование разнообразных инструментов привлечения капитала и расчетов с собственниками и кредиторами;
- логично выстроенная финансовая и организационная структура компании и открытость финансовой отчетности, позволяющей внешнему пользователю сформировать оценку рыночной позиции корпорации;
- наличие рыночных котировок акций, что дает возможность определять реакцию инвесторов на принимаемые управленческие решения.

Характеристики корпорации (как формы предпринимательства) определяют некоторые особенности построения системы управления ее финансами. Она функционирует как подсистема менеджмента, включающая принципы, правила и технику управления финансовыми ресурсами анализируемого субъекта рыночных отношений. Финансовый менеджмент сочетает как базовые теоретические положения финансовой экономики, так и практические наработки и рекомендации в области управления, учета, анализа и контроля над денежными потоками.

Сущность финансов корпораций составляют финансовые отношения. Решения, касающиеся финансовой сферы деятельности бизнеса, оказывают влияние на выбор направления развития компании, ее устойчивость на рынке и возможности роста. Корпоративная форма позволяет организационно оформить:

- взаимодействие промышленного, торгового и банковского капитала;
- проведение структурной перестройки экономики для перехода к стратегии экономического роста;
- механизмы использования финансового капитала на реализацию инновационных проектов;
- конкуренцию с зарубежными компаниями за счет рационального управления капиталом и денежными потоками.

В представленном учебном пособии рассматривается учетная (бухгалтерская) аналитическая модель компании, которая ориентирована на интересы владельцев заемного капитала. Данная модель включает в себя оценку в денежном выражении используемых в компании ресурсов, диагностирование эффективности превращения этих ресурсов в денежные выгоды поставщиков ресурсов и возможного периода получения выгод заинтересованными группами. Фундаментальными положениями финансовой модели анализа компании являются:

- балансирование используемых в компании ресурсов;
- выявление текущего финансового результата и обоснование методов оценки эффективности участия в деятельности компании;
- диагностирование возможности дальнейшего роста компании и долгосрочной эффективности ведения бизнеса.

Настоящее учебное пособие будет способствовать углубленному изучению магистрантами принципов построения аналитических форм финансовой отчетности и области применения основных финансовых аналитических показателей (*EBIT*, *EBITDA*, *FCF*, *EVA*); теоретических и практических подходов к оптимизации источников финансирования и

выстраиванию финансовых взаимоотношений с заинтересованными группами лиц; а также позволит:

- использовать в будущей профессиональной деятельности теоретические построения, международный опыт и российскую практику организации финансовой деятельности на уровне корпорации;
- разрабатывать корпоративные финансовые стратегии развития бизнеса;
- осуществлять стратегическое планирование финансовой деятельности компании;
- интерпретировать стандартную финансовую отчетность, диагностировать состояние корпорации на основе системы финансовых показателей, отражающих финансовую устойчивость, доходность, деловую репутацию, рыночную активность;
- выявлять финансовые проблемы компании;
- формировать систему ключевых финансовых показателей эффективности деятельности с учетом отраслевой специфики рассматриваемой компании;
- пользоваться методическим инструментарием, позволяющим анализировать и оценивать финансовую структуру корпоративного капитала с позиции нахождения оптимального управленческого решения;
- давать оценку альтернативным способам финансирования инвестиций в основной и оборотный капитал корпорации;
- сформировать навыки в области практического применения методического и математического аппарата анализа, оценки, планирования и контроля стоимости, доходности и риска финансовых инструментов;
- определять потребности в инвестициях на основе использования методов моделирования элементов капитала компании.

1. КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЕ

Система финансов объединяет денежные отношения и процессы движения финансовых ресурсов, образования и использования доходов в экономике.

Финансовые ресурсы в широком понимании – это вся совокупность денежных средств в экономике, которая используется для выполнения любых денежных операций участниками рынка.

По характеру формирования все финансовые ресурсы относятся к рассматриваемому субъекту рынка либо как собственные, либо как привлеченные или как заемные (долговые).

В системе финансов выделяют относительно обособленные по правовой форме группы финансовых отношений:

- 1) государственные и муниципальные и соответствующие им централизованные финансовые ресурсы;
- 2) частнохозяйственные: финансы организаций и домашних хозяйств, созданных в порядке частной инициативы. Это группа децентрализованных финансов.

Под классическое определение корпорации попадают публичные коммерческие компании, которые имеют высоколиквидные акции, обращающиеся на бирже. Корпорация дает представление о спектре интересов участников деятельности, их денежных интересах и формах получения выгод, а также возможных инструментах сглаживания конфликтов.

Англо-американский тип корпорации характеризуется:

- распыленной структурой собственного капитала;
- низкой концентрацией капитала в одних руках;
- высокой степенью защиты прав собственников, что позволяет разделять права контроля и владения;
- рыночным мониторингом деятельности;
- преобладающей формой финансирования является дистанционное финансирование, опосредованное биржами и посредниками.

Континентально-европейский тип предполагает:

- концентрированную структуру собственности, в которой доминирует государство;
- совмещение управления, контроля и владения собственностью;
- условность рыночного мониторинга;
- преобладание государственного контроля;

- низкую защиту прав собственности.

Оба типа корпораций характеризуются *ограниченной ответственностью*, которая означает, что акционеры не несут персональной ответственности по обязательствам компании.

Ограниченная ответственность и возможность быстро привлекать деньги с рынка являются конкурентными преимуществами данной формы организации бизнеса.

Слабые стороны организации бизнеса в форме корпорации:

- ✓ конфликт интересов между наемными менеджерами и собственниками; между советом директоров, менеджером и собственником;
- ✓ двойное налогообложение: прежде чем собственники получают чистую выгоду от владения долями компании, фирма должна уплатить налог на прибыль, а с объявленных дивидендов – подоходный налог.

1.1.Современные теории корпоративных финансов

Основными для корпоративных финансов являются следующие теории:

- 1) ресурсная теория организации и, как следствие, ориентация финансового анализа на конкретного заказчика;
- 2) транзакционных издержек;
- 3) рационального поведения рыночных агентов;
- 4) взаимосвязи возможностей на рынке капитала и потребительского поведения инвесторов;
- 5) инвестиционного анализа и справедливой стоимости активов, временной стоимости денег, информационной эффективности рынков;
- 6) информационной эффективности фондовых рынков;
- 7) риска и доходности, портфельного подхода к принятию решений;
- 8) двух моделей анализа компании: учетной (бухгалтерской) и стоимостной (инвестиционной, финансовой);
- 9) наращения стоимости и аддитивности *NPV*;
- 10) иррелевантности стоимости бизнеса к финансовым решениям на совершенном рынке капитала;
- 11) агентских конфликтов и агентских затрат, или неполных контрактов;
- 12) сигнализирования.

Перечисленные теории строятся на определенном видении финансового рынка, поведения инвесторов и менеджеров компании. Ключевой вопрос, на который отвечают

вышеперечисленные теории, - как выглядит финансовый и как на этом рынке ведут себя участники, как они принимают инвестиционные и финансовые решения.

Финансовый рынок рассматривается как рынок кредиторов и заемщиков, товаром на котором является процентная ставка.

Рассмотрим теории корпоративных финансов более подробно.

Ресурсная теория организации фирмы исходит из того, что любая фирма рассматривается как система отношений между ее стейкхолдерами (заинтересованными группами), которые предоставляют компании определенные ресурсы (денежные, материальные, интеллектуальные, трудовые).

В индустриальной экономике основная роль принадлежит финансовым стейкхолдерам – инвесторам компании. В связи с этим для принятия решений в компании важно понимать мотивы и стимулы инвесторов, их логику принятия решений. Поведение инвесторов определяется принципами ранжирования активов и компаний по инвестиционной привлекательности. Кредиторы с определенных позиций анализируют компанию и привлекательность ее кредитования, а акционеры, принимающие инвестиционные риски, со своих позиций будут оценивать кредиторов и ранжировать их по инвестиционной привлекательности.

Концепция транзакционных издержек предусматривает, что в реальной экономике любой акт обмена связан с определенными издержками. Каждому экономическому агенту доступен лишь ограниченный массив информации, у разных участников сделки различная степень осведомленности о продукте. На основе различного уровня информированности на рынке происходит обмен и формируются цены. Издержки обмена получили название *транзакционных*. Они трактуются как издержки сбора и обработки информации, издержки проведения переговоров и принятия решения, издержки контроля и юридической защиты выполнения контракта.

Концепция рационального поведения рыночных агентов основана на тезисе, что экономические агенты полностью рациональны. Полная рациональность основана на двух теориях: рациональных ожиданий и индивидуальной рациональности. Концепция рационального поведения экономических агентов позволяет объяснить их инвестиционный выбор через сопоставление предполагаемых выгод и оценки степени риска рассматриваемых вариантов инвестирования (например, о размещении вклада на депозит).

Под **рациональностью экономических агентов** понимается следующее:

- ❖ получая новую информацию, экономические агенты «правильно» включают ее в свои представления и суждения, выводы;
- ❖ на основе сложившихся суждений и выводов они принимают нормативно правильные решения, т.е. внутренне не противоречивые и соответствующие теории субъективной ожидаемой полезности.

Предполагается, что инвесторы оценивают рискованный выбор согласно модели ожидаемой полезности, выдвинутой Нейманом и Morgenштерном (1944 г.). Согласно стандартной модели выбора в условиях неопределенности инвесторы оценивают любой выбор в соответствии с ее ожидаемой полезностью:



$$EU = \sum u(x)p(x),$$

где $u(x)$ – функция полезности, удовлетворяющая определенным требованиям;

x – конечное множество всех результатов инвестирования;

$p(x)$ – распределение вероятности на x .

Теория рациональных ожиданий базируется на представлении, что экономические агенты, обладающие индивидуальной рациональностью, могут формировать «правильные умозаключения». Это означает, что субъективное вероятностное распределение прогнозируемых неизвестных переменных у экономического агента является объективно правильным. Таким образом, согласно теории рациональных ожиданий участники финансового рынка должны не только адекватно воспринимать новую информацию, но и уметь правильно ее обрабатывать, т.е. иметь достаточно данных, чтобы сформировать правильные представления о вероятностном распределении прогнозируемых переменных.

Теория взаимосвязи возможностей на рынке капитала и потребительского поведения инвесторов (теоремы разделения Фишера)

Первая теорема разделения Фишера доказывает, что оценка инвестиций частного лица не зависит от его потребительских предпочтений, т.е. потребительские решения экономического агента отделены от инвестиционных решений. Также выбор компанией инвестиций не зависит от отношения владельцев к данным инвестициям.

Вторая теорема гласит, что независимо от предпочтений инвестора принятие инвестиционных решений зависит только от альтернатив на рынке капитала. Благодаря этому положению в корпоративных финансах принимается, что собственники компании независимо от своих предпочтений принимают решения, аналогичные выбору наемных менеджеров, и потому могут делегировать им полномочия в выборе инвестиций.

Теория индивидуальной рациональности основана на стремлении человека к максимальному удовлетворению потребностей с учетом не только внешних, но и внутренних ограничений. В число ресурсов, предусматривающих внутренние ограничения, входят интеллектуальные возможности индивида, его способность воспринимать и обрабатывать информацию, а также принимать на ее основе адекватные решения.

Арбитражер – профессиональный участник рынка, обладающий доступом к информации и возможностью ее обработки, который действует рационально на рынке и зарабатывает через использование любых отклонений цен активов на рынке из-за операций нерациональных игроков, которые руководствуются в большей степени эмоциями.

Теория рационального поведения не объясняет, почему на рынке часто наблюдается существенное отклонение наблюдаемых рыночных оценок (например, цен акций) от основанных на расчетах оценок справедливой стоимости компании и почему часто отдельные акционеры или наемные менеджеры принимают нерациональные решения, снижающие стоимость фирмы. В соответствии с теорией поведенческих финансов существуют «поведенческие издержки», под которыми понимаются потери в стоимости фирмы, вызванные ошибками менеджеров из-за ограниченности когнитивных ресурсов или под влиянием эмоций.

Концепция инвестиционного анализа и справедливой стоимости активов, временной стоимости денег, информационной эффективности рынков. Эта концепция определяет возможность обыгрывания арбитражерами иррациональных игроков. Механизм анализа различных активов строится на выявлении по этому активу справедливой (обоснованной, подлинной, истинной) рыночной стоимости. Эта рыночная стоимость принципиально отличается от учетной стоимости, так как основана на анализе будущих выгод от обладания этим активом и риска получения прогнозируемых выгод. (Пример, гудвилл).

Справедливая стоимость – это сумма, на которую актив может быть обменен между хорошо осведомленными, независимыми сторонами, желающими совершить такую операцию.

Ранжирование активов по инвестиционной привлекательности на базе сопоставления расчетных значений цен и наблюдаемых котировок называется *фундаментальным анализом*.

Справедливая стоимость акции и других активов формируется на основе ожиданий инвесторов о потоках доходов. *Процесс оценки и решения об инвестировании* – это процесс

прогнозирования будущих денежных выгод, рисков их получения и сопоставление с требуемыми инвестициями в текущий момент времени. Рациональный инвестор при расчете справедливой стоимости руководствуется несколькими принципами.

1. *Принцип временной стоимости денег.* Данный принцип предполагает, что стоимость денежной единицы на текущий момент времени принимается выше, чем номинальная стоимость такой же величины через некоторый временной промежуток. Эта неравноценность денег во времени связана не столько с инфляцией, сколько с потерей возможностей получения дохода. Для инвестора важно уметь пересчитывать инвестиции в будущие наращенные суммы дохода и оценивать обратные операции приведения будущих ожидаемых выгод в текущую стоимость. *Дисконтирование* – процедура приведения будущей стоимости денежных сумм к сегодняшнему моменту времени.

2. *Принцип совершенности рынка капитала.* Совершенный рынок капитала означает, что имеется в виду финансовый рынок, который:

- a) конкурентный – с большим числом участников, отсутствием доминирующего игрока, когда у отдельных участников отсутствует возможность оказывать влияние на курсы финансовых активов;
- b) располагает делимыми активами и характеризуется однородностью ожиданий инвесторов;
- c) характеризуется рациональным поведением инвесторов, максимизирующих ожидаемую полезность;
- d) отсутствует возможность для арбитража (арбитражные операции – безрисковые операции по формированию прибыли).

Характеристика конкурентного рынка означает, что ни один инвестор не может повлиять на цены, которые складываются из взаимодействия спроса и предложения на деньги. Любой инвестор принимает текущие цены, но не может их устанавливать.

3. *Принцип информационной эффективности рынков.* Для инвестора главным компонентом проводимого анализа для расчета справедливой стоимости является приходящая на рынок информация. Это информация о финансовом состоянии эмитента в сценариях развития макросреды. Рациональный инвестор исходит из того, что предсказать по прошлым данным котировок акций динамику цены невозможно, прошлая информация не влияет на принятие инвестиционных решений.

4. *Принцип сопоставления выгод с принимаемым риском.* Инвестор принимает большую часть решений в ситуации неопределенности и риска. Сопоставление выгод по альтернативным вариантам всегда должно учитывать степень принимаемого риска.

Традиционно предполагается, что экономический агент является противником риска, т.е. из двух альтернатив с равным ожидаемым результатом выберет тот вариант, где риск меньше.

Концепция временной стоимости денег означает, что инвестор никогда не будет складывать абсолютные значения будущих выгод. Сложение и вычитание может применяться только к денежным потокам, оцененным на один момент времени.

Предположения о совершенности рынка и его информационной эффективности позволяют утверждать, что наблюдаемые рыночные цены финансовых активов колеблются вокруг справедливой цены, а отклонения носят несистематический, случайный характер и возможные выгоды от этих отклонений можно приравнять к нулю.

Обратить внимание!

Не утверждается, что курс финансового актива всегда равен его справедливой стоимости. Речь идет о случайности отклонений, о возвращении в долгосрочной перспективе курса к справедливому уровню.

Концепция ограниченного арбитража – это теория поведения рациональных игроков рынка в окружении нерациональных инвесторов.

Концепция настроений инвесторов – это теория поведения самих нерациональных инвесторов. Эта теория объясняет на основе психологии, как реально на рынке формируются суждения инвесторов, возникает спрос на ценные бумаги фирмы и определяется рыночная стоимость этих ценных бумаг.

Теория шумовой торговли – показывает условия прекращения выполнения теории эффективных рынков. Действия иррациональных инвесторов на рынке воздействуют на процесс ценообразования финансовых активов подобно шуму. Этих иррациональных игроков рынка называют *шумовыми трейдерами*. При проведении операций на рынке ценных бумаг эти игроки в большей степени ориентируются на так называемые псевдосигналы (рекомендации аналитиков, консультантов, политических деятелей), чем на фундаментальные характеристики эмитентов этих ценных бумаг.

Концепция риска и доходности, портфельного подхода к принятию решений
Эта концепция утверждает, что доминирующий инвестор на рынке является противником риска, т.е. за больший риск требует повышенной оплаты в виде дополнительных выгод.

Предполагается, что рынок предоставляет такие возможности инвестору. Принятие большего риска компенсируется на рынке возможностью получения большей доходности. Показатель рискованности активов, выведенный Гарри Марковицем, показывает разброс возможных значений исходов инвестирования.

Безрисковому уровню инвестирования будет соответствовать безрисковая доходность, и чем больше риск, тем большую доходность будет требовать инвестор по ожидаемым результатам инвестирования.

Таблица 1

Выбор инвестора из разнорисковых альтернатив

Показатель	Вариант инвестирования	
	А	Б
Начальные инвестиции, д.е.	80	80
Возможные равновероятные результаты инвестирования, д.е.	0, 50, 100, 150	-100, 0, 100, 200

На основании данных табл.1 можно сделать два вывода:

- 1) *об ожидаемых выгодах* – ожидаемые доходы равны 100 д.е, чистый эффект – 20 д.е.;
- 2) *о степени риска* – вариант Б более рискованный, так как разброс возможных значений результата больше, инвестор выберет вариант «А».

Предположение об однородности ожиданий. Важной предпосылкой концепции риска и доходности является идентичность восприятия рынка всеми инвесторами, т.е. их равные возможности по расчету значений возможных результатов инвестирования, их вероятностному распределению и определению ожидаемых выгод.

Концепция портфельного дохода к принятию решений отстаивает позицию, что принятие инвестиционных решений как в области реальных, интеллектуальных и финансовых инвестиций, так и в области финансовых решений реализуется в форме портфеля. Рациональный выбор инвестиционного портфеля строится на базе компромиссного соотношения риска и доходности и диверсификации. Компания комбинирует разнообразные заемные и собственные источники финансирования для формирования оптимального портфеля обязательств перед инвесторами. Главная цель формирования портфеля обязательств – удешевить капитал.

Портфельное представление активов и финансового капитала компании позволяет вывести важные формулы зависимости требуемой доходности акционеров от финансового рычага.

Концепция двух моделей анализа компании: учетной и стоимостной – подчеркивает принципиальные различия в технологиях расчетов и, соответственно, рекомендациях по принятию решений с позиции бухгалтеров и инвесторов. Основные различия касаются трактовки денежных средств, издержек и финансовых результатов, а также фиксации используемых ресурсов (капитала). В учетной модели деньги рассматриваются как инструмент измерения результатов деятельности компании. В стоимостной модели деньги анализируются как инвестиционный ресурс, который служит для наращивания выгод.

Учетная модель ориентирована на цели оперативного контроля и операционных управленческих решений. Стоимостная модель важна при обосновании стратегии развития компании, выбора инвестиционной и финансовой политики из возможных альтернатив.

Концепция наращивания стоимости и аддитивности NPV – инвестор стремится нарастить вложенные денежные средства и принимает то инвестиционное решение, которое максимизирует в сегодняшних деньгах будущие выгоды за вычетом вложенных денег. Для расчета чистой приведенной стоимости используют формулу:

$$\blacksquare \quad NPV = \text{Приведенная оценка будущих выгод} - \text{Приведенная оценка инвестиций}$$

Правило сложения и вычитания стоимости: стоимость двух отдельных денежных потоков при объединении их порождает такую же стоимость, как сумма их приведенных стоимостей до объединения. Для корпоративных финансов это правило означает, что стоимость компании (V) после принятия инвестиционного проекта с $NPV > 0$ будет равна стоимости компании до принятия проекта (V_0) и чистой приведенной стоимости проекта (NPV):

$$\blacksquare \quad V = V_0 + NPV.$$

Теория иррелевантности стоимости бизнеса к финансовым решениям на совершенном рынке капитала – работает на совершенном рынке капитала и утверждает, что только операционные и инвестиционные решения могут увеличить стоимость компании. Манипулируя источниками финансирования, менеджерам не удастся повлиять на справедливую рыночную стоимость. Эта теория очень важна, так как определяет общую логику анализа инвестиционных и финансовых решений. На первом этапе оценивается влияние различного вида управленческих решений на результат (например, на рыночную стоимость бизнеса) в идеальных внешних условиях, которые в финансовой теории принято

определять совершенным рынком. Далее рыночная модель усложняется с учетом факторов, имеющих место в рассматриваемый период времени, и анализируется их влияние на результат, а также корректировки по принятию решений в новых, более реальных, условиях.

Теория агентских конфликтов и агентских затрат, или неполных контрактов
Максимизации стоимости фирмы препятствует ряд факторов, в том числе и агентские издержки, возникающие в результате конфликта интересов менеджеров и собственников фирмы. По мере усложнения форм организации бизнеса, передачи функций оперативного управления от инициатора бизнеса в руки профессиональных управленцев, повышения роли персонала как носителя человеческого капитала растет значимость агентских отношений.

Агентские отношения – складываются между принципалом (заказчиком работ, доверителем) и агентом, который берет на себя выполнение выделенных функций за принципала.

Асимметрия информации означает, что агент обладает информационным преимуществом по сравнению с принципалом, так как находится ближе к объекту управления.

Агентские затраты – дополнительно возникающие затраты у принципала по выстраиванию агентских отношений и нивелированию агентских конфликтов. В рамках концепции управления стоимостью под агентскими затратами понимается потеря части справедливой рыночной стоимости по сравнению с гипотетически возможной оценкой компании в ситуации отсутствия агентских конфликтов.

В рамках управления финансами компании проблема агентских конфликтов между менеджерами и собственниками решается через разработку системы контрактов и вознаграждения труда, чтобы стимулировать менеджеров действовать в интересах акционеров.

Теория сигнализирования. На совершенном рынке все экономические субъекты обладают полной информацией о финансовых активах и инвестиционных возможностях. Чем более несовершенны рынки, тем больше ситуация неопределенности осложняется проблемами асимметрии информации, когда большая часть инвесторов не знает происходящие процессы в компаниях и их истинную стоимость, следовательно, и вынуждены «ловить сигналы».

Информационная асимметрия означает, что один участник рынка (стейкхолдер компании) обладает информационным преимуществом по сравнению с другим.

Пример. Выпуск акций рассматривается рынком как сигнал о переоцененности акций компании. Менеджеры стремятся извлечь из этой ситуации выгоду и предлагают акции рынку. Грамотные рыночные инвесторы согласятся их покупать только с существенным дисконтом к наблюдаемой рыночной цене. Если в действительности компания недооценена, то выпуск новых акций приведет к перераспределению стоимости между владельцами собственного капитала. Новые инвесторы получают больше выгод.

Сигнальная теория утверждает, что к размещению нового собственного капитала менеджеры должны обращаться только в том случае, когда заемный капитал слишком дорогой и ведет к издержкам финансовых затруднений. Сигнальные модели объясняют решения по структуре капитала и дивидендной политике.

1.2. Стейкхолдеры компании и ресурсы, которые они предоставляют

Базовое положение современной теории организации состоит в понимании того, что цели фирмы являются отображением интересов основных ее стейкхолдеров, включая мотивы и стимулы топ-менеджмента.

Стейкхолдеры компании – это заинтересованные группы, которые неразрывно связаны с функционированием компании на рынке, без которых компания не может обойтись и которые именно благодаря ей реализуют

Принято выделять:

- ✓ финансовые стейкхолдеры – предоставляют компании финансовый капитал;
- ✓ нефинансовые стейкхолдеры – являются держателями иных ресурсов: технологических, организационных, административных.

Ресурсная концепция менеджмента подразумевает, что каждый стейкхолдер является обладателем (собственником) важного для компании ресурса. Компания рассматривается как организация, соединяющая различные ресурсы через выстраивание отношений между ключевыми ее стейкхолдерами для достижения неких интегрированных целей.

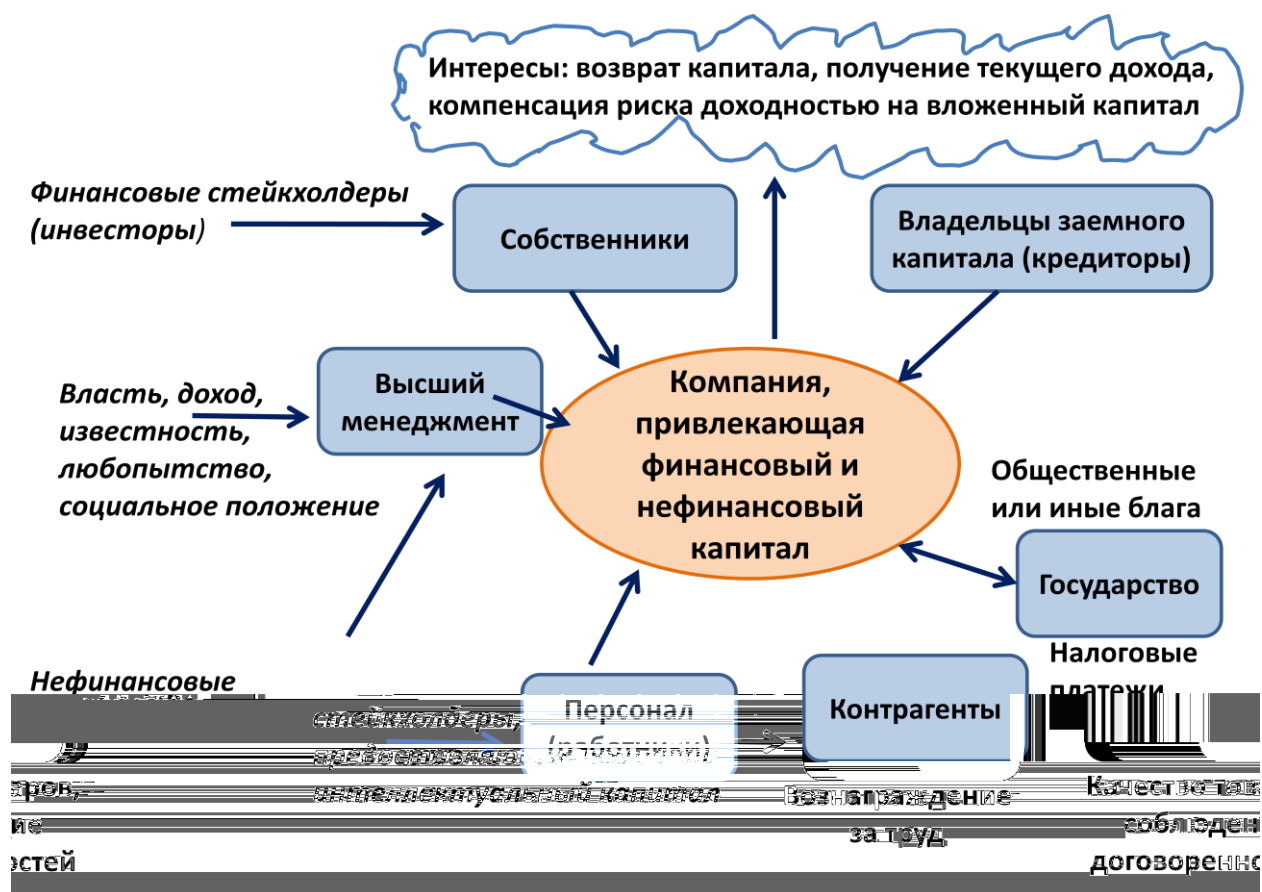


Рис.1. Денежные интересы основных контрагентов компании

Понимание значимости для функционирования компании наличия разных групп носителей ресурсов с разными мотивами поведения, стимулами к передаче ресурсов компании и, как следствие, с разными интересами по отношению к компании и возможностями влияния на принятия решений по поводу ее функционирования является основой для формирования базовых положений финансового менеджмента.

📌 Важная информация!

Для построения финансового управления в компании необходимы:

- понимание мотивов и стимулов различных экономических субъектов рынка в области принятия управленческих решений;
- построение адекватной финансовой модели компании, позволяющей диагностировать финансовые проблемы с учетом сложившегося внешнего окружения и стадии жизненного цикла;
- понимание логики и принципов принятия управленческих решений, прежде всего, в области текущих бизнес-процессов, при разработке инвестиционной и финансовой стратегий.

2. ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ КАК СРЕДСТВО КОММУНИКАЦИИ

Установившиеся между хозяйствующими субъектами рыночные отношения предопределяют необходимость оценки уровня конкурентоспособности и степени финансовой устойчивости потенциального партнера. Каждая корпорация, функционирующая в условиях жесткой конкурентной борьбы, нацелена на устойчивое развитие, и менеджеры всех уровней должны владеть методами и инструментами разработки управленческих решений. Только адекватная оценка прочного финансово-экономического положения компании является необходимым условием поддержания рыночной позиции.

Важность оценки и анализа таких показателей, как маркетинговая успешность, взаимовыгодные взаимоотношения с персоналом, доказывается в современных концепциях сбалансированного роста и анализа деятельности на уровне фирмы.

Система показателей Нортон-Каплана (Balanced Scorecard Collaborative - BSC) является наиболее используемой в мировой практике управления. В основу концепции сбалансированных показателей заложена идея о том, что при оценке успешности деятельности компании (performance measurement) следует учитывать влияние и удовлетворенность ключевых стейкхолдеров (персонала, топ-менеджеров, контрагентов и т.п.).

Базовый принцип системы:

чтобы иметь возможность адекватно оценивать происходящие в компании события, односторонний подход на базе финансовых показателей должен быть дополнен учетом правильно подобранных нефинансовых индикаторов.

Идеал управленческих методов и аналитики заключается в том, чтобы выстроить систему взаимосвязанных или *сбалансированных показателей* небольшого числа, по изменению которых можно судить о динамике успешности компании, результативности и эффективности ее деятельности.

Практика современного бизнеса показала, что методы оценки эффективности деятельности компании только на финансовых показателях не обеспечивают достоверность прогноза будущего компании, устойчивости положения на рынке.

Сбалансированная система показателей (ССП) включает четыре основных элемента:

- финансы;
- маркетинг;
- внутренние бизнес-процессы;
- персонал.

Система получила название сбалансированной, так как главной идеей стал комплексный подход к учету материальных и нематериальных факторов успеха.

В системе BSC финансовые показатели и цели (отдача на капитал, рост выручки) являются базовыми (табл.2), но существует тесная связь с целями в области маркетинга, внутренних процессов и роста организации.

Большой спрос на внедрение ССП связан с тем, что система помогает упорядочить операционные процессы, установить взаимосвязи между различными уровнями управления и качественными показателями, характеризующими достижение различных целей, позволяет осуществлять контроль и корректировку оперативных задач, увязываемых с общей стратегией.

Таблица 2

Компоненты рыночного успеха компании

Элементы ССП	Объект управления	Объект анализа	Решаемый вопрос
1	2	3	4
Финансы	Структура издержек. Оборачиваемость активов. Ликвидность баланса. Обеспечение необходимой отдачи. Расширение возможностей роста	Финансовые результаты деятельности (отдача по капиталу, маржа прибыли и т.п.).	Какой компания представляется своим акционерам и потенциальным инвесторам?
Маркетинг	Цена. Качество. Доступность. Разнообразие и поддержка услугами. Создание имиджа, репутации, брендов.	Показатели, диагностирующие привлекательность для контрагентов (наличие торговых марок, брендов, лояльность клиентов)	Насколько лояльны контрагенты (покупатели продукции, поставщики) к компании?
Внутренние бизнес-процессы	Внутреннее управление: -производство; -технологии; -риск-менеджмент. Управление потребителями: -выбор потребителей; -привлечение новых потребителей; -развитие отношений.	Показатели качества менеджмента	Какие бизнес-процессы усиливают позицию компании на рынке?
Рост (развитие), персонал	Инновации. Поиск новых конкурентных преимуществ. Поиск новых продуктов.	Показатели лояльности и креативности персонала	Есть ли у компании прорывные идеи, продукты, управленческие технологии?

Рыночная устойчивость компании напрямую связана с ее финансовым состоянием, количественная оценка которого определяется с помощью инструментов финансового анализа. В ходе финансового анализа решаются три главные задачи:

- 1) дать представление о том, каково текущее финансовое состояние компании: устраивает ли рост капитала и бизнеса, рост прибыли, генерируемый денежный поток собственников и других заинтересованных лиц;
- 2) выявить проблемные места в работе компании и показать те финансовые несогласования, которые мешают достижению целей владельцев капитала;
- 3) показать, как по финансовым показателям будут выглядеть компания и выгоды связанных с компанией заинтересованных лиц при реализации тех или иных управленческих решений.

Оценка финансового состояния корпорации различается с позиций заинтересованных групп (стейкхолдеров), в частности, с позиции кредитора и собственника. Так как различны интересы этих двух групп финансовых владельцев капитала, то, соответственно, можно выделить две модели анализа состояния компании (рис.2):

- учетную, ориентированную на учет интересов кредиторов;
- стоимостную или инвестиционную, отражающую взгляд владельцев собственного капитала, которые заинтересованы в компенсации инвестиционного риска.

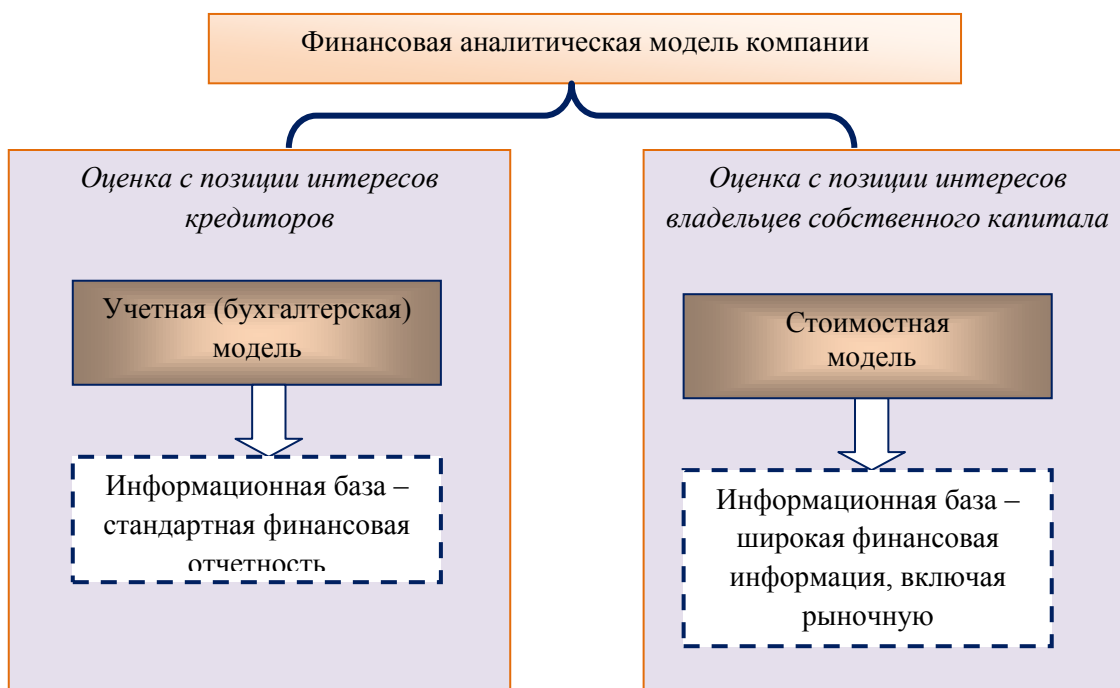


Рис.2. Модели анализа финансового состояния корпорации

Кредиторы по отношению к фирме являются сторонними лицами и поэтому ни при каких обстоятельствах не имеют доступа к внутрифирменным информационным источникам. Вместе с тем бизнес заинтересован в информировании потенциальных инвесторов и кредиторов, в этом случае часть генерируемых в системе бухгалтерского учета данных (публичная отчетность) является унифицированной основой, выполняющей коммуникативную функцию.

Таким образом, можно утверждать, что, несмотря на разные интересы и цели, все лица, имеющие деловые предложения к некоторой фирме, объединены одним обстоятельством – им нужна информация, для того чтобы принимаемые ими решения в отношении этой фирмы были не спонтанными, а обоснованными и взвешенными.

2.1. Концепции построения финансовой отчетности

Бухгалтерская отчетность – есть система показателей об имущественном и финансовом положении хозяйствующего субъекта, а также финансовых результатах его деятельности за отчетный период, представленных в табличной форме и сформированных в результате закрытия счетов Главной книги.

Цель формирования финансовой отчетности – предоставление информации внешним пользователям при принятии управленческих решений и обеспечение прозрачности компании за счет полного раскрытия полезной информации.

В общем случае годовая бухгалтерская отчетность коммерческих организаций включает:

- Бухгалтерский баланс;
- Отчет о финансовых результатах;
- Отчет об изменениях капитала;
- Отчет о движении денежных средств;
- Пояснения к Бухгалтерскому балансу и Отчету о финансовых результатах (ч. 1 ст. 14 Федерального закона от 06.12.2011 N 402-ФЗ, п. п. 2, 4 Приказа Минфина России от 02.07.2010 N 66н "О формах бухгалтерской отчетности организаций").

Статьи Бухгалтерского баланса и Отчета о финансовых результатах, к которым даются Пояснения, должны иметь указание на такое раскрытие в графе "Пояснения" (п. 28 ПБУ 4/99).

2.2. Структура бухгалтерского баланса

Баланс предназначен для характеристики имущественного и финансового положений предприятия по состоянию на отчетную дату. Баланс характеризует имущественное

положение фирмы с двух сторон: активов, в которые вложены средства корпорации, и источников финансирования (пассивы) эти активы.

Состав разделов бухгалтерского баланса

Раздел	Группа статей	Код
1	2	3
А К Т И В		
I. Внеоборотные активы	Нематериальные активы	1110
	Результаты исследований и разработок	1120
	Нематериальные поисковые активы	1130
	Материальные поисковые активы	1140
	Основные средства	1150
	Доходные вложения в материальные ценности	1160
	Финансовые вложения	1170
	Отложенные налоговые активы	1180
	Прочие внеоборотные активы	1190
	Итого по разделу I	1100
	Запасы	1210
II. Оборотные активы	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220
	Дебиторская задолженность	1230
	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240
	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250
	Прочие оборотные активы	1260
	Итого по разделу II	1200
	БАЛАНС	1600
П А С С И В		
III. Капитал и резервы	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320
	Переоценка внеоборотных активов	1340
	Добавочный капитал (без переоценки)	1350
	Резервный капитал	1360
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370
	Итого по разделу III	1300
IV. Долгосрочные обязательства	Заемные средства	1410
	Отложенные налоговые обязательства	1420
	Оценочные обязательства	1430
	Прочие обязательства	1450
	Итого по разделу IV	1400
V. Краткосрочные обязательства	Заемные средства	1510
	Кредиторская задолженность	1520
	Доходы будущих периодов	1530
	Оценочные обязательства	1540
	Прочие обязательства	1550
	Итого по разделу V	1500
	БАЛАНС	1700

Активы – подразделяются на *реальные* (материально-вещественные, средства в расчетах, денежные средства и их эквиваленты) и *ирреальные* (т.е. отвлеченные средства: НДС, организационные расходы, расходы будущих периодов и убытки).

В отличие от реальных средств, поддающихся отторжению, отвлеченные средства (за исключением убытков) представляют собой неотторгаемые расходы, которые либо переходят в затраты в ходе естественного процесса производства и продажи продукции, либо становятся убытками в случае прекращения деятельности.

Учетно-аналитическая трактовка понятия «**капитала**» трактует капитал как совокупность ресурсов, которые характеризуются направлениями его вложения и источниками происхождения. Соответственно выделяют две взаимосвязанные разновидности капитала: *активный и пассивный*.

Активный капитал – это производственные мощности хозяйствующего субъекта, формально представленные в активе его бухгалтерского баланса в виде двух блоков – основного и оборотного капитала.

Пассивный капитал – это долгосрочные источники средств, за счет которых сформированы активы субъекта; они делятся на собственный и заемный капиталы.

Формально заемный капитал представлен в пассиве баланса как совокупность долгосрочных обязательств предприятия.

В рамках данного подхода величина капитала будет исчисляться как сумма итогов третьего «Капитал и резервы» и четвертого «Долгосрочные обязательства» разделов баланса. С позиции материально-вещественного представления капитал, как и все другие виды источников, обезличен, т.е. он распылен по различным активам предприятия. В этом смысле наличие собственного и заемного капитала нельзя представлять таким образом, что часть средств на расчетном счете является собственными, а часть заемными. Все средства, показанные в активе баланса, за исключением финансовой аренды, являются собственными средствами предприятия, но профинансированы они из разных источников.

Основное финансовое уравнение бухгалтерской модели имеет следующий вид:

$$\boxed{\text{Активы компании}} = \boxed{\text{Капитал и резервы}} + \boxed{\text{Долгосрочные и краткосрочные обязательства}}$$

Прирост активов должен уравновешиваться приростом финансовых источников их образования.

Собственный капитал представлен уставным капиталом, добавочным капиталом, выкупленными акциями и нераспределенной (накопленной) прибылью. Главными отличительными чертами корпорации являются наличие общего капитала и разделение ответственности между владельцами и корпорацией как юридическим лицом. Имеющийся капитал может быть разделен на части (доли), каждая из которых может выступать финансовым инструментом – акцией.

Уставный капитал акционерного общества – это номинальная стоимость акций общества, распределенных между акционерами. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций общества должна быть одинаковой.

Заемный капитал – это капитал корпорации, полученный в виде долгового обязательства; в отличие от собственного капитала, имеет конечный срок использования и подлежит обязательному возвращению. Заемный капитал обладает следующими преимуществами использования:

- ✓ широкие возможности привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге корпорации;
- ✓ возможность обеспечения прироста рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага при условии, что рентабельность активов превышает среднюю процентную ставку по кредиту;
- ✓ более низкая стоимость привлечения за счет эффекта «налогового щита», поскольку проценты за банковский кредит при налогообложении прибыли включаются в состав расходов, поэтому уменьшают налогооблагаемую прибыль;
- ✓ обеспечение роста финансового потенциала корпорации для увеличения активов при возрастании темпов роста объема продаж;
- ✓ отсутствие у владельцев заемного капитала права на управление корпорацией, которое предоставлено собственникам.

В соответствии с гл.42 ГК РФ финансовые обязательства могут быть оформлены в виде договоров кредита и займа, товарного и коммерческого кредита. Выделяются и отдельные виды финансовых обязательств: вексельные обязательства и обязательства, возникающие при выпуске и размещении облигаций.

2.3. Экономическая интерпретация статей Отчета о финансовых результатах

В российских стандартах отчетности расчет прибыли представлен в Отчете о финансовых результатах. Ключевым итоговым показателем Отчета является *чистая прибыль*

**Алгоритм расчета финансовых показателей на основе данных
Отчета о финансовых результатах**

Наименование показателя	Код строки в отчетности по РСФО	Пояснения
1	2	3
Выручка (sales)	2110	В финансовой отчетности фиксируется выручка-нетто, т.е. без НДС и акцизов (чистый доход). Выручкой организации являются : - поступления от продажи продукции; - поступления от продажи товаров; - поступления за выполненные работы; - поступления за оказанные услуги; - арендная плата; - другие поступления.
<i>Минус</i>		
Себестоимость продаж (cost of sales)	2120	Себестоимость реализации включает амортизацию и налоги, относимые на себестоимость. В себестоимость проданных товаров, работ, услуг включаются следующие расходы по обычным видам деятельности: <ul style="list-style-type: none"> • расходы, связанные с изготовлением продукции; • расходы, связанные с приобретением товаров; • расходы, связанные с выполнением работ; • расходы, связанные с оказанием услуг; • иные расходы в зависимости от их характера, условий осуществления и направлений деятельности организации.
<i>Равно</i>		
Валовая прибыль (маржа) (gross profit, margin)	2100	Отрицательное значение валовой прибыли означает убыток
<i>Минус</i>		
Коммерческие расходы	2210	Расходами по обычным видам деятельности, включаемыми в состав коммерческих, являются следующие связанные с продажей товаров, продукции, работ и услуг расходы: <ul style="list-style-type: none"> • на затаривание и упаковку изделий на складах готовой продукции; • на доставку продукции на станцию (пристань) отправления; • на погрузку в вагоны, суда, автомобили и другие транспортные средства; • на комиссионные вознаграждения, уплачиваемые сбытовым и другим посредническим организациям; • на рекламу; • на представительские расходы; • на страхование отгруженных товаров, продукции и коммерческих рисков;

1	2	3
		<ul style="list-style-type: none"> • на покрытие недостачи товаров (продукции) в пределах норм естественной убыли; • другие аналогичные по назначению расходы
Управленческие расходы	2220	<p>В состав управленческих <i>могут быть включены</i> следующие расходы (Инструкция по применению Плана счетов):</p> <ul style="list-style-type: none"> • административно-управленческие расходы; • на содержание общехозяйственного персонала, не связанного с производственным процессом; • амортизационные отчисления и расходы на ремонт основных средств управленческого и общехозяйственного назначения; • арендная плата за помещения общехозяйственного назначения; • расходы по оплате информационных, аудиторских, консультационных и т.п. услуг; • другие аналогичные по назначению расходы, возникающие в процессе управления организацией и обусловленные ее содержанием как единого финансово-имущественного комплекса.
<i>Равно</i>	2200	<p>Или операционная прибыль (операционная маржа). Прибыль от продаж в первую очередь интересует менеджеров подразделений и аналитиков, оценивающих перспективы компании с точки зрения базового направления деятельности.</p> <p>Операционная прибыль показывает финансовый результат работы корпорации, связанный исключительно с операционной деятельностью.</p>
Прибыль от продаж (operating profit)		
<i>Плюс</i>		
Доходы от участия в других организациях	2310	<p><i>К доходам от участия в других организациях относятся:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • суммы распределенной в пользу организации части прибыли (дивидендов); • стоимость имущества, полученного при выходе из общества или при ликвидации организации.
Проценты к получению	2320	<p>К процентам, подлежащим к получению организацией, относятся:</p> <ul style="list-style-type: none"> - проценты, причитающиеся организации по выданным ею займам; - проценты и дисконт, причитающиеся к получению по ценным бумагам (например, по облигациям, векселям); - проценты по коммерческим кредитам, предоставленным путем перечисления аванса, предварительной оплаты, задатка; - проценты, выплачиваемые банком за пользование денежными средствами, находящимися на расчетном счете организации.
<i>Минус</i>		

1	2	3
Проценты к уплате	2330	<i>К процентам, подлежащим уплате организацией, относятся:</i>
<i>Плюс</i>		<ul style="list-style-type: none"> • проценты, уплачиваемые по всем видам заемных обязательств организации (в том числе по товарным и коммерческим кредитам, облигационным и вексельным займам), помимо той их части, которая в соответствии с правилами бухгалтерского учета включается в стоимость инвестиционного актива; • дисконт, причитающийся к уплате по облигациям и векселям.
Прочие доходы	2340	<i>В прочие доходы включаются:</i>
<i>Минус</i>		<ul style="list-style-type: none"> - поступления, связанные с предоставлением за плату во временное пользование активов организации (если эти поступления не признаются в составе доходов от обычных видов деятельности); - поступления, связанные с предоставлением за плату прав на использование результатов интеллектуальной деятельности (если эти поступления не признаются в составе доходов от обычных видов деятельности); - поступления от продажи основных средств и иных активов, отличных от денежных средств (кроме иностранной валюты), продукции, товаров; - штрафы, пени, неустойки за нарушение условий договоров; - активы, полученные безвозмездно, в том числе по договору дарения и в качестве государственной помощи; - прибыль, полученная организацией в результате совместной деятельности (по договору простого товарищества); - поступления в возмещение причиненных организации убытков; - прибыль прошлых лет, выявленная в отчетном году; - суммы кредиторской задолженности, по которым истек срок исковой давности; - положительные курсовые разницы; - иные доходы, квалифицируемые организацией в качестве прочих.
Прочие расходы	2350	<p><i>К прочим расходам относятся:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - расходы, связанные с предоставлением за плату во временное пользование активов корпорации; - расходы, связанные с предоставлением за плату прав на использование объектов интеллектуальной собственности; - расходы, связанные с участием в уставных капиталах других организаций; - расходы, связанные с продажей, выбытием и прочим списанием основных средств и иных активов, отличных от денежных средств; - штрафы, пени, неустойки за нарушение условий договоров; - возмещение причиненных организацией убытков;

1	2	3
		<ul style="list-style-type: none"> - суммы дебиторской задолженности, по которой истек срок исковой давности, других долгов, нереальных для взыскания; - отрицательные курсовые разницы; - сумма уценки финансовых вложений; - перечисление средств (взносов, выплат и т.д.), связанных с благотворительной деятельностью; - расходы, связанные с рассмотрением дел в судах; - иные расходы, квалифицируемые организацией в качестве прочих.
Равно		
Прибыль (убыток) до налогообложения (earning before tax, <i>ЕВТ</i>)	2300	
Минус		
Текущий налог на прибыль	2410	По данной строке отражается информация о текущем налоге на прибыль, т.е. о сумме налога на прибыль, начисленной к уплате в бюджет, отраженной в Налоговой декларации по налогу на прибыль организаций.
Равно		
Прибыль после налогообложения, но до вычета миноритарной доли (earning after tax, <i>ЕАТ</i>)	2400	
Минус		
Миноритарная доля, включая дивиденды по привилегированным акциям	-	
Равно		
Чистая прибыль или убыток отчетного периода (net income)	2400	

(net income). Стандартный алгоритм расчета прибыли и формирование финансовых показателей приведены в табл. 3.

В Отчете о финансовых результатах отражается информация о доходах и расходах организации, а также о ее прибылях и убытках за отчетный период и аналогичный период предыдущего года.

К Отчету о финансовых результатах корпорацией приводятся данные о прибыли на акцию. Раскрывается информация о двух показателях:

- базовой прибыли (убытке) на акцию;
- разводненной прибыли (убытке) на акцию.

2.4. Логика построения Отчета о движении денежных средств и его аналитическая значимость

В управленческих решениях компании принято выделять три класса решений, которые порождают специфические денежные отношения и движения финансовых ресурсов: операционные, инвестиционные и финансовые решения (рис.3). За этими решениями стоят специфические денежные показатели: денежные потоки по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.



Рис.3. Выделение денежных потоков компании по видам деятельности

Операционные решения касаются операций, поддерживающих бизнес-идею и бизнес-модель функционирования компании. Например, это решения по структуре затрат,

маркетинговым вопросам, ассортиментной и кредитной политике, в сфере управления запасами.

Инвестиционные решения затрагивают величину и структуру долгосрочных активов компании, срок жизни которых превышает один год. Это решения по покупке или продаже таких активов, как здания, оборудование, программные средства и т.п.

Финансовые решения связаны с привлечением источников финансирования и взаимоотношениями с собственниками компаний – владельцами собственного капитала. Разработка финансовой стратегии как функциональной стратегии, поддерживающей общую цель развития компании, включает принятие решений по долгосрочному финансированию развития компании и по взаимоотношениям с собственниками.

Приведенные три класса решений являются взаимозависимыми и поэтому должны анализироваться с учетом формирования общей стратегии компании.

Важной формой отчетности, позволяющей проследить изменение денежных потоков в разрезе видов деятельности компании является Отчет о движении денежных средств (statement of cash flow). Он дает представление об источниках денежных средств компании и ключевых направлениях их использования в рамках трех видов деятельности: операционной, инвестиционной и финансовой. В основе этого Отчета лежит кассовый метод формирования финансовых результатов. С позиции формирования финансовой отчетности:

- под *текущей деятельностью* понимается деятельность организации, преследующая извлечение прибыли в качестве основной цели в соответствии с предметом и целями деятельности;

- под *инвестиционной деятельностью* понимается деятельность организации, связанная с приобретением земельных участков, зданий и иной недвижимости, оборудования, нематериальных активов и других внеоборотных активов, а также их продажей; с осуществлением финансовых вложений.

- под *финансовой деятельностью* понимается деятельность организации, в результате которой изменяются величина и состав собственного капитала корпорации, заемных средств.

Модель формирования денежных средств имеет следующий вид:

$$CFO + CFI + CFF = \Delta Cash,$$

CFO – сальдо прихода и ухода денег по основной деятельности;

CFI – сальдо прихода и ухода денег по инвестиционной деятельности;

CFF – сальдо прихода и ухода денег по финансовой деятельности;

ΔCash – изменение денежных средств за период.

Три слагаемых данной модели подчеркивают три принципиальные сферы создания и использования средств компании:

- 1) внутренние возможности генерирования денег по основной деятельности;
- 2) возможности поступлений от изменения состава активов за счет их продажи и покупки;
- 3) потенциал использования внешних источников.

По данным Отчета о движении денежных средств можно определить наличие денежных средств на конец периода как сумму совокупного потока на начало года и изменение денежных средств за этот период.

Изменение остатков денежных средств за определенный период, которое фиксируется на момент времени, представляет собой *денежный поток*, т.е. это величина, отражающая движение денежных средств на счете.

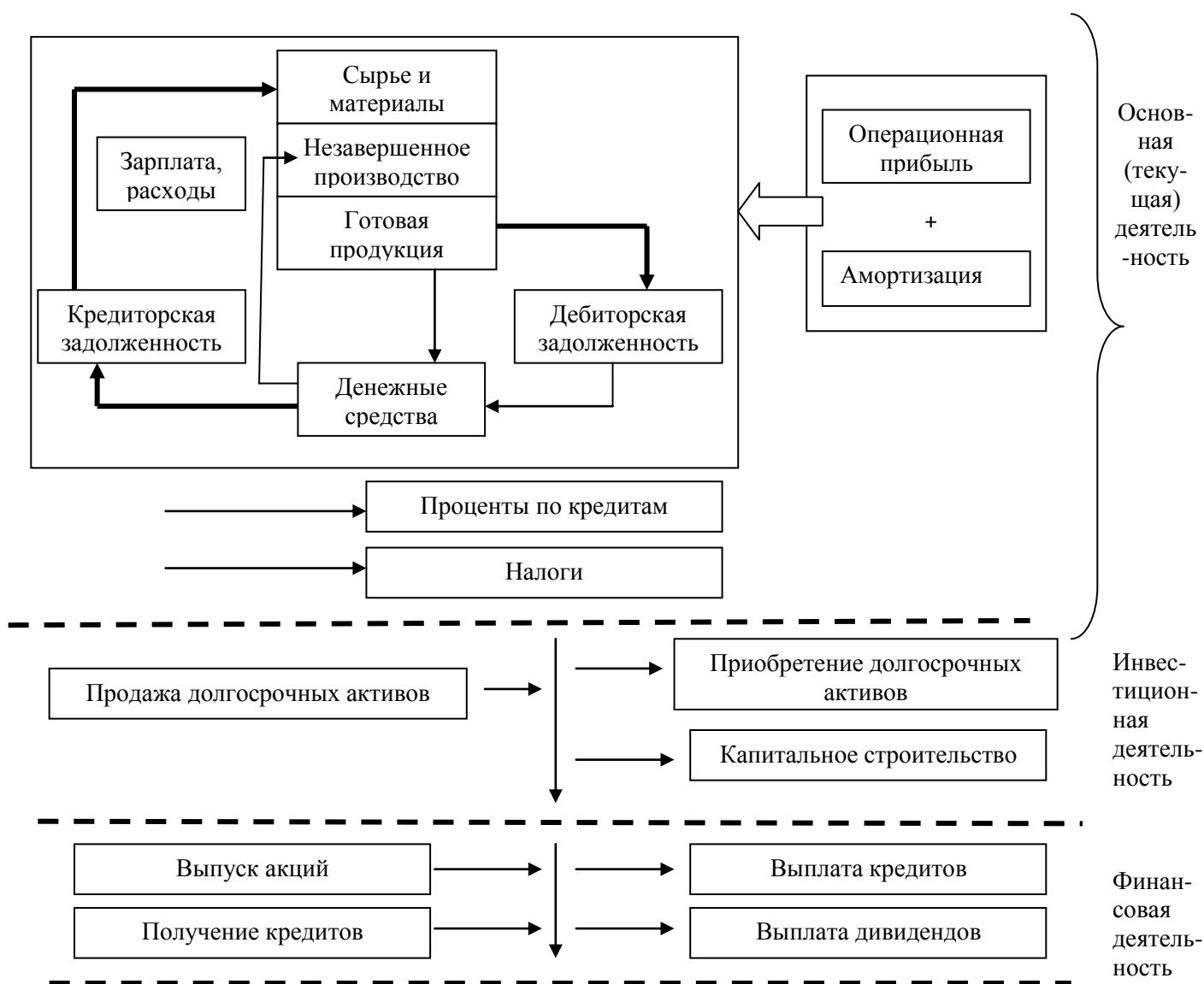


Рис.4. Денежные потоки по видам деятельности корпорации

Типичные элементы отчета о движении денежных средств по российским стандартам отчетности приведены на рис.4.

Цель расчета совокупного денежного потока – показать остаток накопленных денежных средств на конец анализируемого периода. Величина накопленного совокупного денежного потока за отчетный период совпадает с величиной денежных средств в активах баланса на конец отчетного периода. Совокупный денежный поток как результат учета операционной, инвестиционной и финансовой деятельности традиционно рассматривается в качестве дополняющей информации к прибыли.

Для диагностики возможных «кассовых разрывов» целесообразно начинать рассмотрение финансовой деятельности компании именно с сопоставления итоговых потоков по трем направлениям деятельности. Если в компании наблюдаются хронические отрицательные значения потоков по основной деятельности, при этом реализуется активная инвестиционная программа, что покрывается большими притоками по финансовой деятельности (за счет займов), то необходимо переходить ко второму этапу финансового анализа – оценке того, а целесообразны ли, экономически эффективны ли осуществляемые вложения, да и сама операционная деятельность.

Следует признать, что аналитическая значимость данной формы финансовой отчетности достаточно эфемерна, но собственно логика обособления денежных потоков в разрезе трех видов деятельности, безусловно, интересна, особенно в контексте составления подобной формы по прогнозным данным. В этом случае информация о предполагаемых притоках денежных средств и планах их использования с очевидностью представляет существенный интерес с позиции как финансовых менеджеров, так и инвесторов фирмы.

2.5. Логика операций с потоками денежных средств в системе управленческих решений

Ключевой концепцией, позволяющей сопоставлять выгоды между сегодняшними оттоками денежных средств и будущими денежными выгодами, является концепция временной стоимости денег (NPV). Основная идея концепции: деньги сегодня не равны деньгам завтра. Основной причиной этого является упускаемая возможность инвестирования, а также инфляционные процессы.

Инвестору необходимо уметь правильно сопоставлять затраты и ожидаемые выгоды, которые могут формироваться в длительном периоде. В связи с этим в инвестиционной аналитике особое внимание уделяется вопросам расчета будущей и текущей стоимости денежных потоков, ставки процента, ожидаемому периоду возврата инвестированных сумм. Введем обозначения:

PV - текущая (сегодняшняя) стоимость ожидаемых будущих выгод. В конкурентной рыночной среде это справедливая оценка активов на рынке;

FV – будущая стоимость;

r – рыночная процентная ставка, отражающая возможности инвестирования, а также стоимость денег;

n – инвестиционный период.

Денежные выгоды могут носить разовый характер или иметь вид потока платежей. В инвестиционной аналитике важно знать, с какой периодичностью и в каком номинальном размере имеют место денежные поступления или оттоки.

Аннуитетный поток – ряд денежных потоков, которые равны по номиналу и поступают через равные промежутки времени. Различают бессрочные аннуитеты и срочные.

Будущая стоимость может быть рассчитана исходя из простых или сложных процентов. Для инвестиционного периода, равного одному году, формула едина:



$$FV = HV(1+r).$$

По правилу простых процентов будущая стоимость наращивается ежегодными процентными выгодами, которые не капитализируются:



$$FV = PV(1 + r \cdot n).$$

По правилу сложных процентов будущая стоимость единичного вложения рассчитывается по формуле:



$$FV = PV(1 + r)^n.$$

Более сложен расчет будущей величины серии платежей. Общая формула такова, что каждый поток пересчитывается к будущему моменту времени, а затем общая выгода находится суммированием. Важный фактор, влияющий на величину получаемой выгоды, - срок поступления ожидаемого потока: начало или конец года.

При инвестировании средств необходимо учитывать не только горизонт инвестирования, но и частоту процентных выплат. Кроме годового начисления процентов существуют формы инвестиций, по которым проценты начисляются несколько раз в течение года. В этом случае будущая стоимость рассчитывается по формуле:



$$FV = PV \left(1 + \frac{r}{m} \right)^{mn},$$

где m – число периодов начисления процентов в течение года.

Текущая стоимость может рассматриваться как расчетная величина из будущих ожидаемых выгод и упускаемых возможностей инвестирования. Количественно нахождение текущей стоимости реализуется через операцию дисконтирования:



$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n},$$

где $1 / (1 + r)$ – коэффициент дисконтирования.

В качестве ставки дисконтирования аналитики традиционно рассматривают доходность, которую можно получить на финансовом рынке, вкладывая деньги в какой-либо актив с аналогичным уровнем риска.

Если расчет осуществляется таким образом, что погашение «тела» ссуды и начисленных процентов выполняется равными по номиналу платежами в течение определенного срока при заданной процентной ставке, то такая схема погашения ссуды называется *амортизацией ссуды*.

Интересный пример. Инвестор хочет получать доход в течение 15 лет от размещения средств на депозите в размере 360 000 руб в год. Выплаты должны производиться ежегодно равными платежами при ставке процента 7% годовых. Сумма, которая должна быть внесена инвестором на депозит, составит:

$$PV = 360 \frac{1}{0,07} - \frac{1}{0,07(1+0,07)^{15}} = 3279 \text{ тыс.руб.}$$

Чистая приведенная стоимость (NPV)

Приведенная оценка будущих денежных выгод позволяет сопоставить варианты инвестирования с разными потребностями в инвестициях. Каждый раз инвестор принимает решение о вложении средств, соотнося предполагаемые суммарные выгоды с величиной требуемых инвестиций.

Разность между суммарными выгодами и требуемыми инвестициями трактуется как **чистый эффект инвестирования, или чистая приведенная стоимость.**

Чистую приведенную стоимость вычисляют как разницу между суммарной приведенной стоимостью ожидаемых денежных выгод и потребностью в инвестициях:



$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n},$$

где C_0 – инвестиционные затраты, предполагается приведенная оценка инвестиционных затрат, фиксируемых в разные временные периоды.

Учет факторов риска в расчете ожидаемых выгод

При планировании будущих денежных выгод необходимо учитывать следующие обстоятельства:

- ✓ экономике свойственна инфляция, т.е. снижение покупательной способности денежной единицы, что обуславливает необходимость введения поправки к суммам, фигурирующим в расчетах;
- ✓ всегда существует риск невозврата предоставленных контрагентам средств, учет фактора времени и эффективных ставок страхует корпорацию от указанного риска;
- ✓ в бизнесе не должно быть неработающих средств.

С каждой финансово-хозяйственной операцией можно увязать некоторый денежный поток (ожидаемые выгоды), элементы которого относятся к разным моментам времени:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + k_j + Risk\ premium)^t} ,$$

где CF_t – денежный поток, генерируемый в момент времени t ;

k_j – ставка дисконтирования.

Учет факторов рыночного риска при расчете будущих выгод в данной модели на практике реализуется с помощью:

- корректировки ставки дисконтирования;
- корректировки денежных потоков и их приведенной оценки.

Корректировка ставки дисконтирования: выявляются систематические риски актива и обосновывается премия за риск (risk premium). Чем больше систематический риск по ожидаемым денежным потокам, тем в большую сторону увеличивается ставка дисконтирования по сравнению с безрисковой ставкой.

Корректировку ставки дисконтирования вызывают только факторы рыночного риска: инфляция, цены на сырье для ресурсных компаний. Учет политических и технологических рисков в деятельности компании реализуется через коррекцию денежных потоков: оценка затрат на страхование и меры по снижению риска отражаются в операционных затратах с итоговым снижением прогнозируемых денежных выгод.

Второй метод – *корректировка денежного потока*. В этом случае в качестве ставки дисконтирования выступает безрисковая рыночная ставка, например, ставка по государственным заимствованиям. Второй метод отражения риска носит название *метода безрискового эквивалента*. Этот метод предполагает нахождение таких потоков денежных выгод, которые будут:

- a) безрисковыми, т.е. получены инвестором со 100%-й вероятностью;
- b) эквивалентными рискованным потокам, которые были спрогнозированы для инвестиционного объекта.

Третий метод – *комбинированный*, когда систематические риски включаются в ставку дисконтирования в виде премии за систематические риски, а сохраняющиеся специфические риски, связанные с данным вариантом инвестирования, встраиваются в денежные потоки, корректируя их в меньшую сторону.

3. УЧЕТНАЯ МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ КОРПОРАЦИИ

Анализ финансовой отчетности представляет собой инструмент оценки финансового состояния и эффективности деятельности компании с целью прогнозирования устойчивости её функционирования в будущем.

В данном разделе рассмотрим вопрос оценки компании с позиции кредитора, т.е. может ли фирма, привлекая заемный капитал, удовлетворить финансовые интересы его владельцев.

Данные финансовой отчетности позволяют кредитору оценить возможность погашения текущих и долгосрочных обязательств компании, выявить потенциал роста выручки и активов и привлечения нового капитала. Ответ на вопрос «Может ли компания своевременно расплачиваться по своим обязательствам?» дает группа показателей платежеспособности и ликвидности. Текущую эффективность кредитор может оценить с помощью относительных показателей, рассчитываемых на базе прибыли по стандартам финансовой отчетности. Устойчивый темп роста бизнеса характеризуют показатели темпов роста выручки, прибыли, активов, которые в совокупности определяют оценку качества роста.

3.1. Трактовка содержания показателей в рамках модели ССП

Отметим, что наиболее существенной информацией для кредитора являются группы показателей, представляющих собой количественную оценку ликвидности, эффективности бизнеса потенциального заемщика и возможности роста бизнеса.

Анализ ликвидности отражает достаточность поступлений денежных средств и формирования денежных потоков для удовлетворения интересов заинтересованных групп. Это оценка наличия «живых» денег и возможности их генерирования бизнесом.

Анализ текущей эффективности позволяет сопоставить текущие затраты ресурсов, выраженные в денежной форме, с получаемыми текущими выгодами.

Анализ роста диагностирует целесообразность роста бизнеса (выручки) и сбалансированность основных финансовых пропорций, в том числе темпов роста выручки, активов, прибыли, рыночной оценки капитала.

Для кредитора наиболее значимыми являются показатели платежеспособности и ликвидности.

Платежеспособность означает наличие у предприятия денежных средств и их эквивалентов, достаточных для расчетов по кредиторской задолженности, требующей немедленного погашения. Таким образом, основными признаками платежеспособности являются отсутствие просроченной кредиторской задолженности и наличие в достаточном объеме средств на расчетном счете.

Степень сбалансированности имеющихся ресурсов и срочности обязательств характеризует *показатель ликвидности баланса*, т.е. наличие у корпорации текущих активов в размере, достаточном для погашения текущих обязательств. Баланс ликвиден, если денежная оценка каждой группы активов компании, начиная с высоколиквидных, превышает величину обязательств, сгруппированных по срочности:

Наиболее ликвидные активы (А1) > Наиболее срочные обязательства (П1)

Быстрореализуемые активы (А2) > Краткосрочные пассивы (П2)

Медленно реализуемые активы (А3) ≥ Долгосрочные пассивы (П3)

Трудно реализуемые активы (А4) ≤ Постоянные пассивы (П4).

Ликвидность актива – это характеристика актива, отражающая его способность быть превращенным в денежные средства за достаточно короткий промежуток времени и без существенной потери рыночной стоимости. В данном случае под рыночной стоимостью понимается наиболее вероятная цена продажи этого актива на рынке.

Оценить платежеспособность по стандартной финансовой отчетности достаточно сложно, так как отчетность фиксирует обязательства и активы на заданные моменты времени. Поэтому в аналитике используется понятие ликвидности компании с позиции кредитора: ликвидность как наличие у компании оборотных активов, достаточных для погашения текущих обязательств. Показатели долгосрочной ликвидности диагностируют возможность погашения долгосрочных обязательств и наличие займовой мощности у компании.

Для кредитора анализ текущей эффективности характеризуется понятием прибыли в рамках бухгалтерских стандартов и относительными показателями, рассчитываемыми на основе прибыли.

Дело в том, что любая фирма всегда стремится к росту по крайней мере с темпом, который позволяет ей конъюнктура рынка.

Для кредитора сбалансированность роста характеризуют показатели темпов роста выручки, прибыли, активов и возможности наращивания бизнеса, т.е. выручки при сложившихся ключевых финансовых пропорциях. Рост этих показателей свидетельствует о положительных тенденциях в развитии корпорации; кроме того, является оптимальным следующее соотношение темповых показателей:

$$100\% < T_C < T_T < T_P,$$

где T_C – темп изменения активов корпорации;

T_T - темп изменения объема реализации;

T_P – темп изменения прибыли.

Данная система неравенств имеет следующую экономическую интерпретацию:

- экономический потенциал корпорации возрастает, т.е. масштабы её деятельности увеличиваются;
- по сравнению с увеличением экономического потенциала объем реализации возрастает более высокими темпами, т.е. ресурсы корпорации используются более эффективно, повышается отдача с каждого рубля, вложенного в бизнес;
- прибыль возрастает опережающими темпами, что свидетельствует об имевшемся относительном снижении издержек производства и обращения как результате действий, направленных на оптимизацию технологического процесса и взаимоотношений с контрагентами.

Интегрированным показателем, отражающим удовлетворенность интересов кредитора, может рассматриваться кредитный рейтинг компании. По этому рейтингу кредитор определяет целесообразность своего присутствия в капитале компании.

3.2. Абсолютные финансовые показатели в рамках интересов кредитора

Балансовая стоимость акционерного капитала. Ключевым показателем, характеризующим возможность функционирования компании на рынке с позиции кредитора, являются накопленные активы за вычетом обязательств. Это балансовые оценки компании. *Балансовая стоимость акционерного капитала (компании)* – это суммарные активы компании за вычетом нематериальных активов и обязательств, как они показаны на балансе компании, т.е. по исторической стоимости. «Балансовые методы» оценки компании отталкиваются от фактической бухгалтерской отчетности, но могут включать в себя

определенные корректировки. Так в рамках балансовых методов балансовая оценка акционерного капитала может быть рассчитана и с учетом рыночной стоимости материальных активов, стоимости воссоздания и замещения используемых в деятельности активов, по ликвидационной стоимости активов. Все эти методы расчета объединяет общий принцип – активы рассматриваются обособленно друг от друга, ценность отношений по их взаимоувязке не принимается во внимание, акцент делается только на оценке материальных активов и их простому суммированию.

Рабочий капитал. Рабочий капитал (working capital, *WC*) характеризует наличие или отсутствие у компании резерва текущих (оборотных) активов (*CA*) на покрытие текущих (краткосрочных) обязательств (*CL*).

$$WC = CA - CL.$$

Величина рабочего капитала в значительной степени определяется составом и величиной оборотных средств. Недостаток рабочего капитала означает, что компания имеет дефицит оборотных средств и необходимо привлекать дополнительные источники на покрытие этого дефицита.

Важный аналитический показатель, характеризующий возможность сохранения компании на рынке, а значит и расчета с кредиторами, - величина **чистых активов** (net assets, *NA*).

Активы	минус	Все обязательства	=	Чистые активы (<i>NA</i>)
--------	-------	-------------------	---	-----------------------------

Такой способ расчета по экономическому содержанию приравнивает чистые активы к собственному капиталу компании, это активы, очищенные от всех обязательств. В стандартной форме отчетности «Об изменении капитала» российские компании показывают чистые активы.

Второй способ расчета (стоимостной анализ, зарубежная практика):

Скорректированные активы	минус	Текущие обязательства (<i>ТО</i>)	=	Чистые активы (<i>NAV</i>)
--------------------------	-------	-------------------------------------	---	------------------------------

В данном случае под *текущими обязательствами (ТО)* понимаются обязательства со сроком погашения до одного года.

Этот способ расчета чистых активов (*NAV*) целесообразно использовать при анализе долгосрочной эффективности компаний, имеющих в составе источников высокую долю

долгосрочных обязательств в силу специфики бизнеса (например, строительные, медиа-компании).

Таким образом, в российской практике под чистыми активами понимается разница между суммарной величиной статей активов и обязательств компании. Из основного балансового уравнения следует, что чистые активы количественно равны величине собственного капитала по отчетности.

☪ *Комментарий.* На практике это равенство выполняется редко, так как официальной методикой расчета величины чистых активов акционерных обществ РФ предусмотрено исключение из итоговой строки активов некоторых статей (например, задолженности учредителей по взносам в уставный капитал, фактических затрат на выкуп собственных акций, выкупленных акционерным обществом у акционеров для их последующей перепродажи или аннулирования).

☪ *Величина обязательств* также корректируется (например, добавляется сумма целевого безвозмездного финансирования, прибавляются суммы созданных в установленном порядке резервов в связи с условными обязательствами и прекращением деятельности, к долгосрочным обязательствам добавляется величина отложенных налоговых обязательств). Рассчитанная по методике величина чистых активов обычно меньше балансовой оценки собственного капитала как суммы уставного, добавочного капитала и нераспределенной прибыли.

Критерий контроля величины чистых активов регулятором:

Если размер чистых активов окажется ниже величины уставного капитала, то акционерное общество должно перерегистрировать свой устав, доведя в нем размер уставного капитала до величины чистых активов.

Владельцы капитала вправе отказаться от увеличения уставного капитала, тогда кредиторы могут счесть риск продолжения работы компании слишком большим, что приведет к ликвидации бизнеса.

Стоимость чистых активов или нетто-активов компании рассчитывается по текущим оценкам основных средств, оборотных активов с вычетом обязательств:

$$\boxed{\text{Чистые активы компании}} = \boxed{\text{Скорректированные активы}} - \boxed{\text{Уточненные обязательства}}$$

Чистый оборотный капитал (net working capital, NWC)

Еще один важный аналитический абсолютный показатель – чистый оборотный капитал (иногда используется термин «рабочий капитал»). Для его расчета применяют формулу:

$$\boxed{\text{Чистый оборотный капитал (NWC)}} = \boxed{\text{Оборотные активы по балансу}} - \boxed{\text{Краткосрочные обязательства по балансу}}$$

Данный абсолютный показатель используется при оценке ликвидности и платежеспособности. Положительная величина *NWC* характеризует наличие источника и фактическую потребность в финансировании основной деятельности компании, отрицательная величина – свидетельство того, что сама операционная деятельность является источником финансирования, т.е. все продается и покупается в кредит.

Чтобы определить минимально необходимое значение рабочего капитала, рекомендуется взять за основу следующее *правило*:

компания должна иметь возможность профинансировать за счет собственных средств наименее ликвидные активы

Постоянную величину капитала, обеспечивающего долгосрочное функционирование компании, в рамках бухгалтерской аналитической модели характеризуют два показателя: *долгосрочный капитал* – как сумма собственного капитала и долгосрочных обязательств; *используемый капитал* – как сумма внеоборотных активов по балансу и чистого оборотного капитала.

Формула для расчета величины капитала имеет следующий вид:

$$\boxed{\text{Капитал}} = \boxed{\text{Балансовая оценка собственного капитала}} + \boxed{\text{Балансовая оценка долга}}$$

Отнесение к собственному капиталу эквивалентов собственного капитала позволяет вычислить аналитический показатель скорректированного собственного капитала.

Аналитические показатели обязательств компании

Вопрос о фиксации долга, т.е. используемых на постоянной основе платных источников финансирования, является спорным. Чаще всего в аналитике компаний развивающихся рынков капитала применяют следующие формулы:

$$\boxed{\text{Долг}} = \boxed{\text{Долгосрочные заемные источники}} + \boxed{\text{Краткосрочные кредиты и займы}}$$

$$\boxed{\text{Чистый долг}} = \boxed{\text{Долг}} - \boxed{\text{Денежные средства и их эквиваленты}} - \boxed{\text{Краткосрочные финансовые вложения (депозиты)}}$$

Термин «капитал» отражает все используемые на платной постоянной основе источники финансирования:

$$\boxed{\text{Аналитическая величина капитала}} = \boxed{\text{Собственный капитал}} + \boxed{\text{Чистый долг}}$$

Скорректированная аналитическая величина капитала носит название инвестированного капитала (*capital invested*).

Приведенные выше ключевые показатели рассчитываются с использованием данных баланса, поэтому по их динамике можно судить об уровне структурирования баланса корпорации. Приведем основные признаки «хорошего» баланса:

- рост чистых активов;
- оптимальные размеры рабочего капитала;
- отсутствие убытков;
- превышение текущих активов над текущими обязательствами.

Операционный денежный поток. Ключевым аналитическим показателем денежного потока является *операционный денежный поток* (*operating cash flow, OCF*). Операционный денежный поток отражает притоки и оттоки денег, связанные исключительно с операционной деятельностью, и не включает в себя притоки и оттоки, связанные с получением или выплатой процентных платежей по заемному капиталу:

$$OCF = EBIT(1 - T) + D\&A - \Delta Adj\ net\ working\ capital,$$

где T – эффективная ставка налога на прибыль;

$EBIT$ – операционная прибыль предприятия;

$D\&A$ – амортизация;

$\Delta Adj\ net\ working\ capital$ – скорректированный чистый оборотный капитал компании.

Операционная прибыль напрямую связана с объемом реализации продукции (услуг).

Приведем алгоритм формирования операционной прибыли *EBIT*:

Финансовый результат от операционной деятельности
Минус
Переменные затраты
Равно
Маржинальная прибыль
Минус
Постоянные затраты
Равно
Операционная прибыль (<i>EBIT</i>)

Изменение операционной прибыли при изменении выручки компании можно определить с помощью расчета эффекта операционного рычага. **Эффект операционного рычага** (*degree of operating leverage, DOL*) показывает, на сколько процентов изменится операционная прибыль, если выручка компании изменится на 1%:

$$DOL = \frac{\text{Процентное изменение } EBIT}{\text{Процентное изменение продаж}} = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q},$$

где Q – объем продаж.

Величина операционного денежного потока важна для оценки платежеспособности компании, понимания возможностей расчетов с кредиторами. В сочетании с бухгалтерской прибылью денежный поток позволяет контролировать текущие издержки и политику взаимоотношений с кредиторами и дебиторами.

3.3. Аналитические показатели прибыли

Рассмотрим те показатели прибыли, которые обсуждаются аналитиками, инвесторами и важны для принятия решений финансового характера.

Маржинальная прибыль. В рамках управленческого учета принято выделять *маржинальную прибыль*. Это результат вычета из выручки-нетто переменных операционных издержек, т.е. издержек, пропорционально меняющихся с изменением выручки:

Маржинальная прибыль	=	Выручка- нетто	–	Переменные издержки по операционной деятельности
-------------------------	---	-------------------	---	---

Маржинальная прибыль больше операционной прибыли на величину постоянных издержек. Главная цель расчета маржинальной прибыли – расчет точки операционной безубыточности.

Так как можно выделить различные группы переменных издержек (производственных, общепроизводственных, общехозяйственных), то различают несколько видов маржинальной прибыли. Иногда маржинальную прибыль называют также *маржинальным доходом* или *суммой покрытия*, так как это та часть выручки, которая остается на покрытие постоянных затрат и на формирование прибыли.

Сопоставление маржинальной прибыли с постоянными затратами позволяет оценить эффективность выбранной бизнес-модели. Маржинальную прибыль (доход) можно рассчитывать на весь объем выпуска и на единицу продукции каждого вида. В последнем случае показатель называется *удельной маржинальной прибылью*. Экономический смысл данного показателя трактуется как прирост прибыли от выпуска каждой дополнительной единицы продукции. Если удельный маржинальный доход отрицателен, то выручка от реализации продукции не покрывает даже переменных затрат и каждая последующая произведенная единица продукции будет увеличивать общий убыток компании.

Деление затрат на постоянные и переменные, расчет маржинальной прибыли дают возможность определить влияние объема производства и сбыта на величину операционной прибыли и тот объем продаж, начиная с которого компания получает прибыль, оценить целесообразность трансфертных цен, провести анализ себестоимости.

Прибыль «про форма» (pro forma earning). Данный показатель часто представляется для лучшей демонстрации инвесторам особенностей бизнеса и его перспектив. Смысл расчета прибыли «про форма» заключается в освобождении её от разовых событий, то есть нормализация. В ряде случаев некоторые статьи сознательно не включаются в оценку прибыли для рассмотрения ситуации по принципу: что было бы при отсутствии этих расходов. Аналитики определяют этот показатель как прибыль без учета «плохих статей» *EBBS* (earning before bad stuff). Именно показатели «про форма» используются корпорациями для работы с инвесторами.

Американская комиссия по ценным бумагам (*SEC*) в 2002 г. приняла акт Сарбейнса – Оксли, по которому ввела специальные правила составления отчетов «про форма».

Аналитическая прибыль. Аналитики инвестиционных банков для собственных целей диагностирования финансового положения компании и выявления инвестиционно привлекательных активов разрабатывают корректирующие поправки, исключая из расчетов нетипичные статьи расходов (доходов). Например, некоторые банки концентрируют

внимание на показателе «прибыль до вычета маркетинговых расходов», так как маркетинговые расходы представляют собой инвестиции в будущее.

Показателями аналитической прибыли являются:

- *EBIT* (earning before interest and tax) - аналитическая операционная прибыль;
- *EBITDA* (earning before interest and tax, depreciation and amortization) – операционная прибыль до вычета амортизации, до учета обеспечения внеоборотных активов и убытка от выбытия основных средств, до вычета процентов по заемному капиталу и налога на прибыль;
- *OIBDA* (operating income before interest and tax, amortization and depreciation) – операционная прибыль до вычета амортизации, до учета обесценения внеоборотных активов и убытка от выбытия основных средств. Ключевой финансовый показатель для компаний связи.

Общий принцип расчета этих показателей – абстрагирование от финансовых решений (выплат процентов, долга) и амортизационных начислений. Для решений о целесообразности сохранения данного бизнеса или вхождения в него, расширения присутствия на рынке показатель *EBIT* является ключевым. Количественно показатель близок к операционной прибыли (прибыли от продаж). Обычно алгоритм расчета *EBIT* строится через корректировки чистой прибыли, а алгоритм расчета *OIBDA* – на базе корректировки операционной прибыли.

Аналитики уточняют показатель прибыли на амортизационные начисления, которые не являются фактическими затратами и не связаны с оттоком денег. Скорректированный показатель прибыли (без вычета амортизации) определяют по формуле:

$$\boxed{OIBDA} = \boxed{EBIT} + \boxed{\text{Амортизационные начисления за период}}$$

В международных стандартах отчетности имеются строки, отражающие износ материальных и нематериальных активов. Поэтому стандартное представление расчета *EBITDA* выглядит следующим образом:

$$\boxed{EBITDA} = \boxed{EBIT} + \boxed{Depreciation} + \boxed{Amortization} + \boxed{Impairment loss},$$

где *depreciation* – износ; *amortization* – амортизация; *impairment loss* – убытки от порчи продукции (естественная убыль).

Еще один аналитический показатель в группе «прибыль» - *NOPAT* (net operating profit after tax) – посленалоговая операционная прибыль:

$$NOPAT = EBIT (1 - T),$$

где T – эффективная ставка налога на прибыль.

Аналитический показатель, характеризующий выгоды работы на заемном капитале, - налоговый щит по заемному капиталу (tax shield, TS):

$$TS = t \cdot Int,$$

где t – ставка фискального налога на прибыль;

Int – проценты, уплаченные по заемному капиталу.

TS представляет собой произведение процентных платежей и ставки налога на прибыль.

Налоговый щит – это налоговая экономия, которую получают собственники компании при исключении процентных платежей по заемному капиталу из налогооблагаемой базы. Численно величина налогового щита равна произведению процентных платежей по заемному капиталу за период и ставки налога на прибыль.

Для существования налогового щита должны выполняться условия:

- ✓ налоговое законодательство должно допускать уменьшение налогооблагаемой базы на величину процентных платежей; в Российской Федерации имеются ограничения по величине процентов, формирующих налоговый щит;
- ✓ компания должна иметь операционную прибыль, то есть работать без убытков;
- ✓ эффективная ставка налога на прибыль не должна быть нулевой, то есть компания не относится к неплательщикам налога на прибыль.

Эффективная ставка налога на прибыль часто указывается в годовых отчетах компаний.

$$\boxed{\text{Эффективная ставка налога на прибыль}} = \left(\boxed{\text{Текущий расход по налогу на прибыль}} + \boxed{\text{Отложенный расход по налогу на прибыль}} \right) : \boxed{\text{Прибыль до налогообложения по МСФО}}$$

Скорректированная чистая прибыль рассчитывается как чистая прибыль по отчетности за вычетом убытка от курсовой разницы и с корректировкой на соответствующую сумму налоговых начислений.

4. СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ И УПРАВЛЕНИЕ ЕГО СТРУКТУРОЙ

4.1. Концепция стоимости капитала корпорации и требуемая доходность по элементам заемного капитала

Концепция оценки стоимости капитала исходит из того, что капитал как один из ключевых факторов производства имеет определенную стоимость, которая существенно влияет на уровень текущих и инвестиционных расходов корпорации. Так как компания может привлекать капитал из разных источников, то затраты на капитал компании формируются с учетом весов и стоимостей отдельных элементов, то есть как средневзвешенная стоимость элементов капитала компании (*WACC*). Различают стоимость всего капитала и стоимость отдельных его элементов, например, стоимость заемного капитала. В каждом случае речь идет о затратах компании за используемый элемент капитала. На стоимость элемента капитала влияют требуемая доходность его владельца и налоговые факторы, позволяющие компании удешевить данный элемент капитала (в случае использования заемного капитала).

Согласно Ван Хорну стоимость капитала (*Cost of Capital*) – требуемая поставщиками капитала ставка доходности для различных типов финансирования бизнеса.

С позиции компании стоимость капитала трактуется как минимальная ставка отдачи на задействованный компанией капитал, которая обеспечивает компании возможность развиваться и привлекать капитал инвесторов.

Стоимость заемного капитала – требуемая ставка доходности по инвестициям кредиторов корпорации.

Приемлемым методом обоснования требуемой доходности инвестирования в собственный капитал является метод на базе ставки заимствования. Метод оценки требуемой доходности собственного капитала через корректировку требуемой доходности по заемному капиталу исходит из положения, что требуемая доходность инвестора в общем случае превышает безрисковую номинальную (с учетом инфляции) доходность рынка на величину премии за риск. Так как собственный капитал более рискован, чем заемный, то можно записать следующее соотношение по требуемым ставкам доходности:

$$k_S > k_d > k_f,$$

где k_S – требуемая доходность по собственному капиталу;

k_d – требуемая доходность по заемному капиталу;

k_f – доходность безрискового инвестирования.

Выдача кредитов является функцией банков, в кредитном договоре обязательно указывается банковский процент.

При определении требуемой доходности по заемному капиталу руководствуются рядом правил.

1. Необходимо учитывать налоговые льготы, порождаемые работой на заемном капитале. Если проценты по заемному капиталу позволяют уменьшать налогооблагаемую базу, т.е. компания имеет налоговый щит по заемному капиталу, то стоимость заемного капитала ниже, чем требуемая доходность кредиторов. Формула, отражающая данную выгоду, имеет вид:

$$\text{cost of debt} = k_d (1 - T).$$

2. Необходимо корректировать дополнительные условия предоставления займов на величину процентной ставки, например, пересчитывать требование компенсационного остатка, дисконтные условия предоставления, дополнительные расходы по обслуживанию, возникающие потери по операционной или инвестиционной деятельности. Следует также учитывать налоговые особенности использования привлеченных заемных средств, например, удорожание за счет «замораживания» НДС на период срока кредитования.
3. Необходимо принимать во внимание, сколько раз выплачиваются проценты в течение года.

Общее правило:

Чем чаще осуществляются выплаты в течение года, тем дороже заем при прочих равных условиях.

Эквивалентная процентная ставка с уплатой процентов один раз в год называется *эффективной процентной ставкой*.

Требуемая доходность по заемному капиталу компании не равна:

- зафиксированной купонной ставке по размещенному ранее или размещаемому в данный момент облигационному займу;
- процентной ставке по банковской ссуде, привлеченной ранее. Может существенно измениться ситуация на рынке или поменяться риск компании, в результате чего прежнее значение зафиксированной в договоре займа ставки не будет отражать текущую оценку риска;
- текущей доходности выплачиваемых процентных платежей по отчетности;
- процентной ставке по займу, предоставляемому одним из акционеров компании. При предоставлении займов владельцем собственного капитала или

аффилированным банком можно предположить, что процентная ставка не соответствует рыночным условиям.

Расчет требуемой доходности дисконтных ссуд и займов.

Такую доходность, когда процент выплачивается в момент предоставления ссуды, а номинал – по окончании договорного периода, рассчитывают по формуле:

$$\boxed{\text{Требуемая доходность}} = \boxed{\text{Зафиксированная в договоре процентная ставка}} : \left(1 - \boxed{\text{Дисконт}} \right)$$

Пример. Компания берет на год дисконтную ссуду в 300 000 долл. по ставке 16% годовых сроком на один год. Уплачиваемая сумма процентов по займу составит 48 000 долл. ($300\,000 \times 0,16 = 48\,000$ долл.). Фактически уплачиваемый процент по дисконтной ссуде будет выше номинального, зафиксированного в договоре. Фактически получаемая сумма меньше 300 000 долл. на величину процента.

$$\boxed{\text{Фактически уплачиваемый процент}} = \boxed{\text{Процентные платежи за год}} : \boxed{\text{Фактически полученная сумма по кредиту}} =$$

$$= \frac{48\,000}{300\,000 - 48\,000} = \frac{48\,000}{252\,000} = 0,19$$

Таким образом, при договорной процентной ставке 16% годовых фактически уплачиваемый процент и требуемая доходность по такому займу составят 19% годовых.

Расчет требуемой доходности банковских ссуд с требованием компенсационного остатка. Данную доходность рассчитывают с пересчетом номинальных договорных процентных ставок к фактически уплачиваемым процентам. Компенсационный остаток рассматривается как дополнительный процентный доход с займа и соответственно увеличивает дороговизну предоставляемых в долг денег.

Пример. Компания имеет кредитную линию в 500 тыс.долл. и должна поддерживать компенсационный остаток в размере 11% на неиспользуемую часть кредита. Договорная процентная ставка по займу – 20% годовых. Компания заняла 300 тыс.долл. Рассчитать требуемую доходность по ссуде с компенсационным остатком.

Компенсационный остаток составит:

$$0,14 \times 300\,000 = 42\,000;$$

$$0,11 \times 200\,000 = 22\,000.$$

Тогда общий остаток равен 64 000 долл.

$$\begin{aligned} & \text{Фактическая ставка процента} = \\ = & \frac{\text{Договорной процент} \times \text{Полученные деньги}}{\text{Полученные деньги} - \text{Компенсационный остаток}} = \frac{0,2 \times 300\,000}{300\,000 - 64\,000} = 0,254 = 25,4\% . \end{aligned}$$

Требуемая доходность по ссуде с компенсационным остатком составит 25,4%.

4.2. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала

Активы и пассивы корпорации классифицируют на долгосрочные и краткосрочные. Мобилизация какого-либо источника средств для финансирования активов связана с определенными расходами. Структура источников финансирования активов существенно различается по видам корпораций, неодинакова также цена привлечения каждого источника средств. Поэтому интегральным измерителем стоимости капитала служит его средневзвешенная стоимость (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*).

Концепция *WACC* предполагает учет требований по доходности всех групп финансовых инвесторов компании в виде единой ставки, которая выражает минимальную норму прибыли, которую ожидают инвесторы от своих вложений. Расчет единой ставки реализуется с учетом стоимости отдельных элементов капитала и их весов.

Величина *WACC* не является неизменной во времени. Для решения различных аналитических задач количественные значения *WACC* для одной компании могут различаться.

Конструкция *WACC* как расчетная величина единой ставки доходности по капиталу применяется при анализе:

- 1) *прошлой и текущей деятельности компании* – для оценки экономической эффективности за период. Деятельность компании признается эффективной, если отдача на капитал (*ROCE*) превышает стоимость задействованного капитала, то есть *WACC*;
- 2) *инвестиционных решений компании реализации проектов расширения операционной деятельности*. Инвестиционные решения признаются экономически эффективными, если ожидаемая по ним доходность (*IRR, MIRR*) превышает стоимость капитала компании с учетом инвестиционной деятельности;
- 3) *инвестиционных решений агрессивного роста*, реализуемого через слияния и поглощения. Величина *WACC* используется для оценки общей эффективности поглощения.

WACC – это расчетная величина платности в относительном выражении всего капитала компании как средневзвешенная оценка стоимостей отдельных элементов задействованного капитала.

Основными учитываемыми компонентами капитала являются:

- ✓ собственный капитал в виде нераспределенной прибыли и эмиссии акций;
- ✓ привилегированные акции;
- ✓ долгосрочный заемный капитал в форме облигаций и кредитов;
- ✓ постоянная часть краткосрочных кредитов и займов.

Стоимость элемента капитала «нераспределенная прибыль» аналогична доходности, которую требуют акционеры. Поэтому стоимость нераспределенной прибыли обычно приравнивают к стоимости капитала, полученного от размещения обыкновенных акций.

Стандартная модель вычисления WACC имеет вид:

$$WACC = k_S w_S + k_D w_D,$$

k_D – стоимость заемного капитала, показывает, как дорого обходится в относительном выражении заемный капитал с учетом налоговых льгот по уменьшению налогооблагаемой базы на величину выплачиваемых процентов.

Важное замечание!

Из-за налоговых льгот по процентным выплатам компании стоимость заемного капитала не совпадает с требуемой доходностью по заемному капиталу.

Учет налоговых выгод по заемному капиталу производят по формуле:

$$\boxed{\text{Стоимость заемного капитала}} = \boxed{\text{Требуемая доходность по заемному капиталу}} \times \left[1 - \boxed{\text{Ставка налога на прибыль}} \right]$$

Пример. Структура капитала компании включает 50% собственных средств и 50% - заемных. Стоимость собственного капитала определена на уровне 18%, а требуемая доходность по заемному капиталу – 11%. При ставке налога на прибыль в 20% платность капитала компании составит:

$$WACC = 18\% \times 0,5 + 11\% \times 0,8 \times 0,5 = 9\% + 4,40\% = 13,40\%.$$

Рассмотрим ключевые принципы обоснования весов в модели расчета WACC.

В аналитике корпоративных финансов рекомендуется основываться на рыночных соотношениях собственного и заемного капитала, при этом используется следующий порядок выполнения расчетов:

- 1) определить по биржевым котировкам рыночную капитализацию компании (MC). Это будет рыночная оценка собственного капитала. Наличие нераспределенной прибыли в отчетности не должно увеличивать собственный капитал через суммирование, так как заработанная прибыль уже нашла отражение в рыночных котировках;
- 2) выявить все элементы заемного капитала, включая забалансовые обязательства, и определить рыночную оценку долга (D) как постоянно используемых платных источников финансирования;
- 3) найти оценку общего капитала, на котором работает компания:

$$V = MC + D;$$

- 4) рассчитать веса элементов капитала:

$$w_S = MC/V; \quad w_D = 1 - w_S.$$

Пример. Компания работает на собственном и заемном капитале. Заемный капитал представлен 8%-м облигационным займом номиналом 80 тыс.долл. и котируется на рынке с 10%-м дисконтом. По оценке аналитиков, доходность к погашению облигаций компании составляет 12% годовых. Нераспределенная прибыль в балансе компании отражена в размере 100 тыс. долл. Акционерный капитал представлен 1 млн акций, которые котируются на рынке по цене 0,2 долл. Ожидаемая доходность по акциям составляет 16% годовых. Ставка налога на прибыль – 20%. Безрисковая доходность локального рынка с учетом страновой премии за риск – 7%. Рассчитать WACC.

Решение. Требуемая доходность по заемному капиталу равна 12%, k_S – 16%.

Информация о безрисковой ставке уже вошла в требуемую доходность по элементам капитала и не должна фигурировать в анализе.

Рыночная оценка всего капитала составит, долл.:

$$80 \text{ тыс.} \times 0,9 + 1 \text{ млн.} \times 0,2 = 272 \text{ тыс.}$$

Вес заемного капитала в общем капитале:

$$\frac{80 \text{ тыс.} \times 0,9}{\text{Рыночная оценка всего капитала}} = \frac{72 \text{ тыс.}}{272 \text{ тыс.}} = 0,26.$$

Вес собственного капитала:

$$\frac{200 \text{ тыс.долл.}}{272 \text{ тыс.долл.}} = 0,74.$$

ВНИМАНИЕ! Наличие положительной нераспределенной прибыли учтено в цене акции и не включается в оценку весов. Тогда платность капитала компании составит:

$$WACC = 0,74 \times 16\% + 0,26 \times 12\% (1 - 0,20) = 14,33.$$

Если компания не котирует акции на рынке, то расчет весов осуществляют по данным стандартной финансовой отчетности. При этом могут быть использованы следующие варианты обоснования весов:

- а) *веса по скорректированной отчетности*. Шаг первый: корректировка балансовых статей пассивов для отражения скрытых элементов собственного и заемного капитала. Например – отражение арендованных активов и лизинга, которые не зафиксированы в балансе. Шаг второй: расчет весов по скорректированным значениям;
- б) *веса по целевой структуре капитала*. Веса выбираются либо по стратегическим установкам компании, либо по среднеотраслевым данным, либо по пропорциям компаний – лидеров отрасли.

Предельная стоимость капитала компании (marginal cost of capital, *MCC*) характеризует прирост стоимости к сумме каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой в хозяйственный оборот. Предельная стоимость капитала выражает те затраты, которые компания вынуждена будет понести для воспроизводства требуемой структуры капитала при сложившихся условиях финансового рынка. Например, корпорация предполагает реализовать новый инвестиционный проект. Для этого необходимо привлечь дополнительные источники финансирования, которые можно получить только на финансовом рынке. В данном случае прогнозная стоимость капитала, которая и будет считаться предельной, может существенно отличаться от текущей рыночной оценки. Расчет предельной стоимости капитала (*MCC*) осуществляют по формуле:

$$MCC = \Delta WACC / \Delta C,$$

где $\Delta WACC$ – прирост средневзвешенной стоимости капитала в прогнозном периоде, % ;

ΔC – прирост объема всего капитала, дополнительно привлекаемого корпорацией в прогнозном периоде, %.

Привлечение дополнительного капитала за счет собственных и заемных средств на каждом этапе развития корпорации имеет свои пределы. Так, рост собственного капитала за счет чистой прибыли ограничен ее объемом. Увеличение выпуска ценных бумаг сверх емкости фондового рынка возможно только корпорацией-эмитентом при высоком уровне дивидендных и процентных выплат акционерам и облигационерам. Привлечение

дополнительного банковского кредита сопровождается повышением кредитного и процентного рисков для кредиторов. Кроме того, кредитные ресурсы коммерческих банков не безграничны. Подобную ситуацию на кредитном рынке руководство корпорации должно учитывать в процессе принятия управленческого решения.

Предельную стоимость капитала рекомендуют сравнивать с ожидаемой нормой прибыли по отдельным финансовым операциям и проектам, для осуществления которых требуется дополнительное привлечение капитала. Для определения границы эффективности использования дополнительно привлеченного капитала применяют показатель предельной эффективности капитала (ПЭК):

$$\text{ПЭК} = \Delta P_k / \Delta WACC,$$

где ΔP_k – прирост уровня рентабельности всего капитала, %;

$\Delta WACC$ – прирост средневзвешенной стоимости капитала, %.

Рассмотренные критерии оценки позволяют осуществлять сравнительный анализ капитала, дополнительно привлекаемого из различных источников, для финансирования деятельности корпорации.

Обратите внимание!

Наиболее распространенные ошибочные заключения:

- 1) заемный капитал дешевле, а значит, выгоднее собственного;**
- 2) чем выше риск ценных бумаг, выпущенных фирмой, тем выше риск самой фирмы.**

Низкая стоимость заемного капитала дает повод для довольно распространенного заблуждения, которое состоит в том, что фирма может добиться снижения WACC путем увеличения объема долгового финансирования, следовательно, надо максимально наращивать заимствования, по крайней мере, в пределах выбранного кредитного рейтинга.

Подобные рассуждения игнорируют тот факт, что даже если корпорации не грозит дефолт и долг является безрисковым, рост долговой нагрузки ведет к росту рисков собственного капитала. Соответственно, акционеры будут требовать большей премии за возросший риск, а значит, вырастет стоимость собственного капитала. Рост стоимости собственного капитала точно уравнивает выгоды от увеличения доли дешевого заемного капитала, так что стоимость капитала корпорации в целом остается неизменной.

Вполне логичной и обоснованной может показаться следующая цепочка рассуждений:

- 1) новые займы, увеличивающие суммарный размер долга, ведут к росту рисков кредитора, и, как следствие, возрастает стоимость заемного капитала k_d ;

- 2) чем больше суммарный долг корпорации, тем выше риски акционеров и стоимость собственного капитала k_S ;
- 3) поскольку финансовые ресурсы корпорации – это сумма собственного капитала и долга, то с увеличением размера долга растет риск и самой корпорации, а значит, будет расти и стоимость ее капитала.

В действительности из трех этих утверждений верны только первые два. При росте леввериджа растут риски кредитора, так как с большей вероятностью кредитор не получит в полном объеме обещанные платежи при негативном изменении общеэкономических факторов. На кредитора перераспределяется часть рисков, связанных с волатильностью денежного потока от активов корпорации, и поэтому стоимость заемного капитала будет выше. Более рискованым, а значит более дорогим, становится собственный капитал, так как растущий объем фиксированных финансовых обязательств приводит к усилению волатильности денежного потока для акционеров, остающегося после платежей кредиторам.

Вывод о том, что вследствие роста риска для кредиторов и риска для акционеров растут риски корпорации в целом, - ошибочно. Если выбор структуры капитала не влияет на денежные потоки от активов корпорации, то он не влияет и на риск этого денежного потока, то есть на риск корпорации в целом. При увеличении объемов заимствований увеличивается удельный вес долга в структуре капитала, вес собственного капитала при этом снижается. Поскольку стоимость заемного капитала меньше стоимости собственного капитала, при перераспределении весов взвешенная сумма не меняется.

5. УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ

5.1. Финансовые решения и структура капитала

Под **финансовыми решениями** понимают решения по привлечению источников финансирования и денежным взаимоотношениям с собственниками.

Перед финансовым директором при рассмотрении источников финансирования традиционно встают три вопроса:

- ✓ какова структура капитала компании, которая максимизирует рыночную стоимость;
- ✓ какие заемные средства целесообразнее привлекать компании на данный момент;
- ✓ когда есть смысл переходить в разряд публичных, т.е. предлагать доли собственного капитала всем заинтересованным инвесторам.

Разработка финансовой стратегии как функциональной стратегии, поддерживающей общую цель развития компании, включает в себя принятие решений по долгосрочному финансированию развития компании и взаимоотношениям с собственниками (дивидендную политику).

Принято различать два термина, относящихся к финансовой политике компании:

- ▶ «структура источников финансирования» (структура пассивов в учетном представлении),
- ▶ «структура капитала» как термин финансовой (инвестиционной) аналитики.

Структура источников финансирования традиционно фиксируется по информации из финансового учета и отчетности и отражает сложившиеся на текущий момент времени пропорции между различными элементами собственного капитала и обязательствами.

Термин «структура капитала» относится к финансовой стратегии.

Структура капитала отражает соотношение между устойчивыми, долгосрочными источниками финансирования, которые привлекаются для обеспечения постоянного присутствия компании на рынке в рамках выбранной общей стратегии развития.

Если исходить из стандартов бухгалтерского учета, принятых в Российской Федерации, под *финансовой структурой капитала* понимают удельный вес собственного капитала, долгосрочных и краткосрочных обязательств в общем объеме пассива баланса.

Для определения общего размера мобилизованного капитала используют частный показатель – *объем капитализации*, который численно равен сумме акционерного капитала и долгосрочных обязательств. В состав акционерного капитала включают уставный и резервный капитал, а долгосрочных обязательств – долгосрочные кредиты банков и облигационные займы со сроком погашения свыше одного года.

Соотношение между отдельными элементами объема капитализации называют *капитализированной структурой капитала*. Отношение одного из элементов показателя капитализации (стоимости эмитированных обыкновенных и привилегированных акций и корпоративных облигаций) к общей его величине позволяет вычислить коэффициенты капитализации, характеризующие степень привлечения тех или иных собственных и заемных источников финансирования.

Цель управления структурой капитала – максимизировать справедливую рыночную стоимость компании (цену акции) через оптимизацию соотношения между риском и выгодами заимствования (доходностью). Эта цель достигается путем минимизации

стоимости постоянно используемых собственных и заемных источников финансирования, а также поиска оптимального их соотношения (рис.5).

Оптимальная структура капитала – такое соотношение постоянно используемых источников финансирования компании, которые обеспечивают максимизацию справедливой рыночной стоимости компании (*MV*).

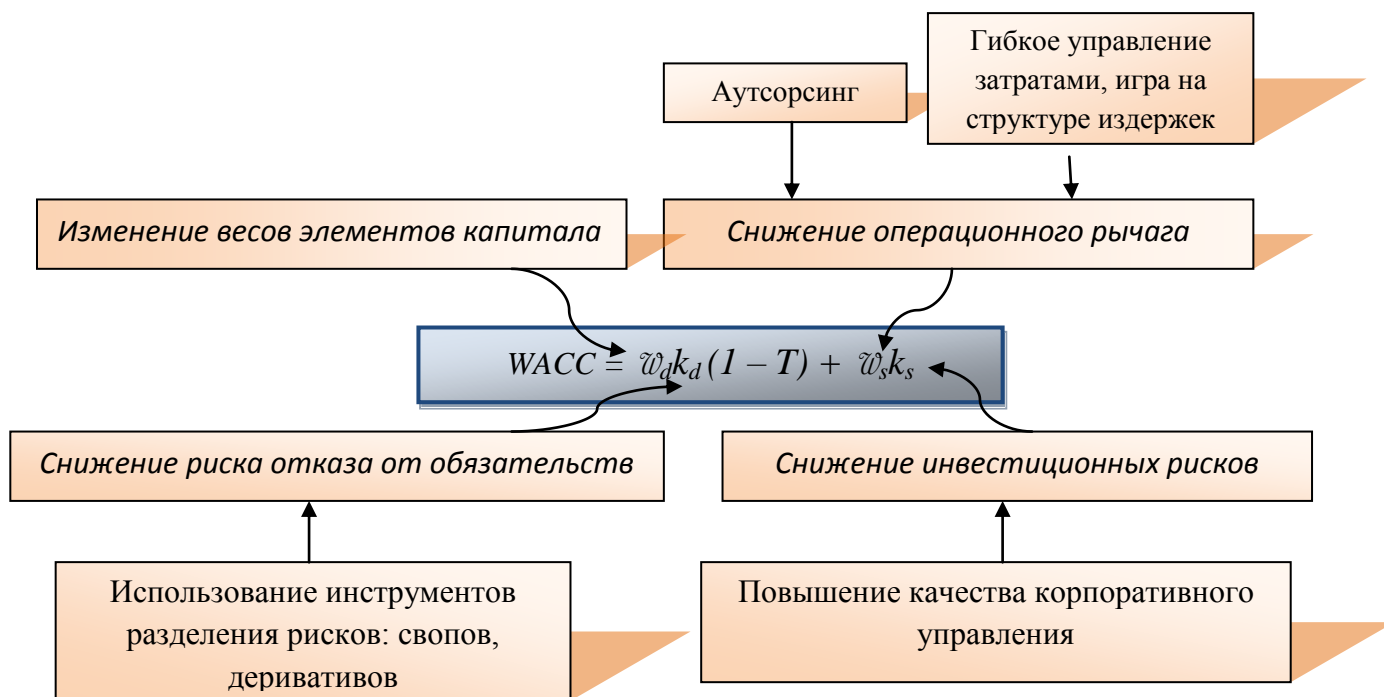


Рис.5. Возможные направления снижения стоимости капитала

Анализ структуры капитала крайне важен в корпоративных финансах, так как обозначает требования к ее активам (иначе говоря, к ее реальному или материальному капиталу) со стороны ключевых владельцев финансового капитала. Эти требования накладывают отпечаток на принимаемые в компании инвестиционные и другие решения, часто ограничивают возможности развития.

Исходя из выработанной структуры капитала (принципиальных решений о соотношении собственных и заемных средств, возможности привлечения публичного заемного и собственного капитала) в компании формируется политика использования различных источников финансирования. Эта политика должна базироваться на гибком реагировании к изменениям во внешней среде. Например, компания с учетом ситуации на финансовом рынке может в отдельные периоды времени предпочесть заимствования на зарубежных рынках, а не на внутреннем. Принятое решение о закрытой дополнительной эмиссии акций может быть пересмотрено на публичное размещение. Вексельные заимствования могут быть рефинансированы банковскими ссудами или облигационными

займами и наоборот. Главная задача гибкого реагирования – удешевление привлекаемых средств.

Неблагоприятные события на финансовом рынке часто приводят к временному отказу от запланированных и анонсированных привлечений капитала. Ключевыми факторами, от которых зависит выбор структуры капитала, являются:

- качество финансового рынка, возможность применять разные финансовые инструменты;
- институциональная среда;
- налоговая среда, в которой работает компания;
- фундаментальные характеристики компании (размер, структура издержек и волатильность операционной прибыли, структура активов);
- интересы и мотивы ключевых собственников, их роль в управлении компанией (наличие наемного менеджмента).

5.2. Концепция финансовой системы компании

Многочисленные исследования показывают, что оптимум зависит не только от операционных рисков (сферы деятельности), но и от институциональной среды, в которой работает компания.

Большое влияние на выбор финансовой стратегии оказывает также структура собственности.

Финансовая архитектура компании – оптимальное с точки зрения максимизации стоимости сочетание таких характеристик функционирования компании, как институциональная среда функционирования, структура собственного капитала (присутствие в структуре собственников институциональных инвесторов, государства, концентрация капитала и т.п.) и структура капитала.

Концепция финансовой архитектуры компании утверждает, что внутренние элементы функционирования компании (вопросы внутреннего выбора – структура капитала, финансовая структура, структура собственности) для максимизации рыночной оценки должны быть сбалансированы и согласованы с внешней средой (институциональными характеристиками бизнес-окружения). Среди таких элементов целесообразно выделить:

- ▶ степень развития финансового рынка, включая рынок капитала и корпоративного контроля;
- ▶ государственное регулирование;
- ▶ уровень конкуренции на рынках труда, товаров и услуг.

Недостатки и преимущества работы на заемном капитале

Главный недостаток наличия заемного капитала для собственников – возможность потери контроля над компанией. Более того, ситуация может существенно обостриться, если кредитор заинтересован в получении ряда активов компании-заемщика или полного контроля над компанией.

Преимуществами работы на заемном капитале являются:

- возможность быстрого роста для занятия лидирующих позиций на рынке;
- увеличение бухгалтерских показателей *ROE*, *EPS* и *P/E*, на которые часто ориентированы инвесторы;
- уменьшение налога на прибыль за счет реализации налогового щита;
- дисциплинирующий эффект для менеджмента.

Преимущества работы на заемном капитале трактуются в терминах эффекта финансового рычага, издержки – как долговое бремя.

5.3. Модели оценки оптимальной структуры капитала

Оптимальная структура капитала выражает такое соотношение использования собственного и заемного капитала, при котором обеспечивают наиболее эффективную взаимосвязь коэффициентов рентабельности собственного капитала и задолженности и тем самым максимизируют рыночную стоимость корпорации. Процесс оптимизации структуры осуществляют в следующей последовательности.

1. Анализ состава капитала в динамике за ряд периодов, а также тенденций изменения его структуры. В процессе аналитической работы рассматривают такие параметры, как коэффициенты финансовой независимости, задолженности, финансирования, соотношения между долгосрочными и краткосрочными обязательствами. Далее изучают показатели оборачиваемости и доходности собственного и заемного капитала.
2. Оценка основных факторов, определяющих структуру капитала корпорации. К ним относятся:
 - отраслевые особенности деятельности;
 - стадии жизненного цикла;
 - конъюнктура товарного и финансового рынков;
 - уровень прибыльности текущей (операционной) деятельности;
 - налоговая нагрузка;
 - степень концентрации капитала.

3. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию доходности собственного капитала. Расчет оптимальной структуры капитала проводят на базе многовариантного расчета.
4. Оптимальная структура капитала корпорации по критерию минимизации его стоимости базируется на предварительной оценке собственных и заемных средств при разных условиях их привлечения и вариантов расчета средневзвешенной стоимости капитала. При расчете оптимальной структуры капитала необходимо установить, при какой его величине будет достигнута минимальная цена средневзвешенной стоимости корпоративного капитала. Обычно данная структура равна единице, т.е. 50% пассива баланса приходится на собственные источники.
5. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию минимизации финансового риска связана с выбором наиболее дешевых и менее рискованных источников покрытия активов.

Для достижения поставленной цели все активы систематизируют на три группы:

- внеоборотные (капитальные) активы;
- стабильная часть оборотных активов;
- варьирующая часть оборотных активов.

На практике применяют три различных подхода к финансированию неоднородных по экономической природе групп активов за счет источников средств корпорации: консервативный, умеренный и агрессивный. При консервативном подходе примерно 50% варьирующей части оборотных активов формируют за счет краткосрочных обязательств. Остальные 50% переменной части, а также 100% стабильной суммы оборотных активов и внеоборотных активов покрывают собственным капиталом и долгосрочными обязательствами.

При умеренном подходе 100% варьирующей (переменной) части оборотных активов образуют за счет краткосрочных обязательств, а 100% стабильной части – за счет собственных средств корпорации. Внеоборотные активы возмещают за счет части собственного капитала и долгосрочных обязательств.

При агрессивном подходе 100% варьирующей части и 50% стабильной части оборотных активов покрывают за счет краткосрочных обязательств. Остальные 50% постоянной части оборотных активов и внеоборотные активы формируют за счет собственного капитала и долгосрочных обязательств.

Пример

Необходимо оптимизировать структуру капитала акционерной компании по критерию минимизации уровня финансового риска. Исходные данные:

- прогноз среднегодовой стоимости внеоборотных активов – 64,8 млн руб.;
- постоянная часть оборотных активов – 43,2 млн руб.;
- максимальная дополнительная потребность в оборотных активах в период сезонного производства (6 мес.) – 54 млн руб.;
- общий объем активов – 162,0 млн руб. (64,8+43,2+54,0).

При консервативном подходе к финансированию активов собственный капитал должен составлять 135,0 млн руб. (64,8+43,2+54,0× 0,5).

Заемный капитал должен быть равен 27,0 млн руб (54,0 / 2).

Среднегодовая структура капитала, минимизирующая уровень финансового риска:

- собственный капитал – 83,3% (135,0 / 162 × 100);
- заемный капитал – 16,7% (27,0 / 162,0 × 100).

В настоящее время в силу нестабильности финансовых рынков и высокой макроэкономической неопределенности коммерческие банки практически не предоставляют долгосрочные кредиты корпорациям. Поэтому выбранная модель оценки оптимальной структуры капитала должна учитывать особенности деятельности каждой корпорации.

5.4. Рычаговые эффекты в финансах фирмы

Величину собственного капитала по балансовой оценке обозначают E (equity), рыночную оценку собственного капитала – S (shareholders value), заемного капитала – D (debt), всего капитала как постоянно используемых источников финансирования по балансовой оценке – CE (capital employed). Весь капитал как сумма собственного и заемного, фиксируемый по рыночной оценке, обозначается V (value). Количественное выражение финансового рычага может быть различным: CE/E , D/E , D/CE , D/V . Для компании, которая работает на заемном капитале, т.е. является «рычаговой», наблюдаются следующие особенности.

В тех компаниях, где имеет место финансовый рычаг, показатель доходности собственного капитала (ROE) превышает доходность активов (ROA). При любой величине финансового рычага и любой ставке процента по займам это соотношение будет выполняться и вводить в заблуждение собственников. Ловушка заключается в том, что на самом деле не любой заемный капитал выгоден для собственника. Его выгоды возникают

только при определенных соотношениях между доходностью деятельности и процентной ставкой по займам. Однако сопоставление традиционно фиксируемых коэффициентов ROE и ROA не позволяет выявить условия целесообразности работы на заемном капитале. Потребуется показатель отдачи на инвестированный или вложенный капитал – $ROCE$. Показатель $ROCE$ рассчитывается на базе посленалоговой операционной прибыли:

$$NOPAT = EBIT (1 - T).$$

Зависимость доходности собственного капитала и операционной доходности на вложенный капитал выражает следующая формула:

$$ROE = ROCE + (ROCE - k_d)D/E,$$

где k_d – посленалоговая ставка заимствования, которая равна произведению требуемой доходности по заемному капиталу на выражение $(T - \text{Ставка налога на прибыль})$.

Именно это соотношение в первом приближении отвечает на вопрос, выгоден ли для собственника заемный капитал.

Второе слагаемое выражения доходности собственного капитала $(ROCE - k_d)D/E$ получило название **эффекта финансового рычага**.

Из этого ключевого выражения ROE очевидно, что собственники получают выгоду в виде более высокой доходности, только если удастся привлечь заемный капитал по ставке не выше, чем операционная доходность на вложенный капитал, т.е. если $ROCE > k_d$. Значение требуемой доходности по займам и фиксируемая ставка заимствования могут быть равны или даже выше, чем доходность, которую получает компания по вложенному капиталу ($ROCE$). Налоговые выгоды заимствования могут нивелировать эти превышения. Важно, чтобы с учетом налогового щита средняя ставка по займам, на которых работает компания, не превышала $ROCE$. Это условие создания дополнительной доходности у собственников. Это первая проверка, которая должна быть сделана для диагностирования качества финансовой работы в компании.

Из ключевого выражения следует, что если собственники заинтересованы в росте показателя ROE , то у них имеется три рычага влияния, два из которых – финансовые.

Нефинансовым или *операционным рычагом* может быть доходность самого бизнеса, которая диагностируется по $ROCE$. Доходность бизнеса зависит от макроэкономических и отраслевых факторов, выбранной бизнес-модели, т.е. от маркетинговой политики, политики управления активами (запасами, дебиторской задолженностью) и издержками. Величина $ROCE$ зависит от эффективности инвестиционных решений компании, какие активы компания использует и насколько эффективно их задействует. Классическая *формула Дюпона* функционально связывает ключевые операционные рычаги влияния на $ROCE$:

$$\boxed{ROCE} = \boxed{\text{Оборачиваемость}} \times \boxed{\text{Рентабельность}}$$

Или:

$$ROCE = \frac{\text{Выручка}}{CE} \times \frac{EBIT(1-T)}{\text{Выручка}} .$$

Финансовыми механизмами влияния на *ROE* являются: соотношение между собственными и заемными средствами, т.е. собственно финансовый рычаг или плечо рычага; разность между операционной доходностью на вложенный капитал и стоимостью заемного капитала – дифференциал рычага. Чем дешевле финансовому директору удастся привлечь заемный капитал, тем, при прочих равных условиях, больше будет дифференциал и выше значение *ROE*. Чем больше компания сумеет привлечь заемного капитала при той же ставке процента, тем выше будет эффект финансового рычага.

Так же, как по модели Дюпона (наличие устойчивой зависимости рентабельности и оборачиваемости), в росте эффекта финансового рычага есть ограничение. Чем больше компания привлекает заемного капитала, тем рискованнее становится позиция кредитора, так как выше вероятность, что компания не сможет расплатиться, и тем большую доходность он будет требовать на свой капитал. Таким образом, с ростом финансового рычага растет величина k_d . Необходимо отметить, что этот рост нелинейный и финансовому директору важно понимать, как меняются требования кредиторов при изменении финансового рычага.

Одна из основных задач финансовой службы компании – отслеживать изменения и выявлять тенденции на рынках капитала и в зависимости от этого рефинансировать займы с целью снижения платы за используемый капитал. Один из часто применяемых в российских компаниях инструментов – комбинирование заимствований на российских и зарубежных рынках, банковских и облигационных займов.

При выборе между рублевыми и валютными заимствованиями не следует ориентироваться только на соотношение процентных ставок. Грамотная финансовая политика состоит в балансировке доходов и обязательств по рискам, включая сроки обращения и валютные риски. Например, если компания планирует, рассчитывает и получает все доходы в рублях, то наличие валютных обязательств требует хеджирования валютных рисков, что является затратной операцией.

В российском налоговом законодательстве установлена максимальная планка для налогового щита. При наличии ограничений на налоговый щит (налоговые льготы возникают только по ставкам заимствования, не превышающим ставку рефинансирования

Банка России, увеличенную на коэффициент 1,1) формула для расчета эффекта финансового рычага принимает вид:

$$DFL = [ROCE - k_{dn}(1 - T) - (k_d - k_{dn})]D/S,$$

где k_{dn} – нормативная ставка процента по заимствованиям, например, при ставке рефинансирования Банка России 8% норматив составит 8,8%.

5.5. Аналитика финансового рычага при больших беспроцентных обязательствах

Особенность аналитики финансовых решений, которую следует отметить для российских компаний, состоит в игнорировании в традиционном выражении финансового рычага бесплатных источников финансирования. Общепринятый тезис – инвестированный (или задействованный) капитал формируют только платные источники финансирования, т.е. собственный капитал, платность которого явно не фиксируется, но может быть определена по альтернативным возможностям инвестирования, и заемный (кратко- и долгосрочный) капитал. Для расчета инвестированного капитала традиционно делаются две корректировки отчетных данных баланса компании:

- 1) удаление из рассмотрения неработающих активов, которые не порождают денежных потоков и прибыли для компании, например, избыточные денежные средства;
- 2) вычет беспроцентных обязательств компании (*OL*).

Имеющиеся в наличии денежные средства делятся на операционные и избыточные. *Операционные денежные средства* определяются бизнес-моделью компании. *Избыточные денежные средства (EXCASH)* – те, которые в силу определенных причин (не найдены эффективные инвестиционные проекты, неэффективное управление и ошибки менеджеров) не требуются для бесперебойного функционирования компании и висят «балластом». Типичный пример компании с избыточными денежными средствами на протяжении ряда лет – НК «Сургутнефтегаз». Накопленный остаток денежных средств в течение ряда лет превышал 10 млрд долл. США.

Беспроцентные операционные обязательства включают в себя по стандартам как международного, так и российского учета кредиторскую задолженность, начисления по заработной плате и налогам. Вычет *OL* из валюты баланса подчеркивает, что наличие беспроцентных обязательств компании является спонтанным, случайным и не отражает устойчивую потребность в финансовых ресурсах. Так как в анализе эффективности деятельности компании и прогнозе прибыли важны устойчивые величины активов и

капитала, который их поддерживает, то показатели чистых операционных активов (*NOA*) или задействованного капитала (*CE*) занимают достаточное место в финансовой аналитике.

Чистые операционные активы (net operating asset)

$$NOA = CE = A - EXCASH - OL = D + S,$$

где *A* – активы; *EXCASH* – избыточные денежные средства; *OL* – беспроцентные обязательства компании; *D* – заемный капитал; *S* – собственный капитал.

Отдача по капиталу, т.е. доходность вложенного капитала:

$$RONOA = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{NOPAT}{CE} = ROCE.$$

Однако такой подход к оценке используемого капитала и активов предполагает, что долгосрочные финансовые решения не включают элементов управления кредиторской задолженностью. В то же время практика российских компаний показывает, что кредиторская задолженность может стать действенным инструментом финансового управления, особенно для малых и средних компаний, традиционно рассчитываемый финансовый рычаг по которым близок к нулю. Более того, в ряде случаев бывает сложно без анализа кредиторской политики объяснить существенные различия в отдаче на собственный капитал (*ROE*) в рамках одной отрасли для компаний с близкими значениями финансового рычага. Сложно и диагностировать эффекты по инвестиционным проектам, допускающим различную политику взаимоотношений с поставщиками. Чем дороже деньги на рынке, тем существеннее оказывается влияние «рычагового эффекта» за счет краткосрочных беспроцентных обязательств.

При добавлении в рассмотрение постоянно поддерживаемых краткосрочных беспроцентных обязательств (для простоты предположим, что все спонтанные источники поддерживаются на постоянной основе) возникает необходимость в анализе показателя «операционные активы»:

$$OA = NOA + OL.$$

Для того чтобы отразить эффекты (выгоды) не только «платных» заимствований, но и краткосрочной финансовой политики, следует модифицировать формулу расчета доходности капитала, расширив границы инвестированного капитала на величину неснижаемой кредиторской задолженности:

Скорректированный инвестированный капитал	=	Активы	–	Избыточные денежные средства	–	Нестабильная величина бесплатных источников финансирования компании
---	---	--------	---	------------------------------	---	---

Новый показатель эффективности деятельности примет вид:

$$ROCE^* = (NOPAT + k_0 \cdot OL) / CE^*,$$

где k_0 – аналитическая ставка по формально «беспроцентно» привлеченным товарным кредитам; CE^* – скорректированный инвестированный капитал.

Ставка k_0 определяется с учетом штрафных санкций, накладываемых на компанию при задержке платежей, а также риском инициирования банкротства поставщиками товарного кредита. Естественно предположить, что $k_0 < k_d$, хотя могут быть и исключения. Для простоты расчета в анализе эффектов финансовых решений ставку k_0 можно взять на уровне средней посленалоговой ставки заимствования или ставки самых «коротких» денег, привлекаемых компанией. Такое представление позволит ввести показатель финансового рычага текущих обязательств ($OL LEV$) и оценить дополнительный эффект от финансовых решений по кредиторской политике.

Рычаг операционных обязательств можно определить как отношение поддерживаемой в компании величины беспроцентных краткосрочных обязательств компании OL к чистым операционным активам NOA :

$$OL LEV = \frac{OL}{NOA}.$$

Двухрычаговое разложение ROE имеет следующий вид:

$$ROE = ROCE^* + [(ROCE - k_d(1 - T)]D/E + (ROCE^* - k_0) \frac{OL}{CE}.$$

Для ситуации с ограничениями на налоговый щит три параметра влияния на ROE будут иметь вид:

$$ROE = ROCE^* + [(ROCE - k_{dn}(1 - T) - (k_d - k_{dn})]D/E + (ROCE^* - k_0) \frac{OL}{CE}.$$

Доходность собственного капитала компании целесообразно анализировать по «качеству» четырех направлений усилий менеджмента:

- 1) операционных выгод, которые количественно оцениваются показателем отдачи по операционным активам $ROCE^*$;
- 2) финансовых решений в области привлечения платных источников финансирования, которые могут оцениваться по спреду финансового рычага, т.е. по разнице между доходностью инвестированного капитала и посленалоговой ставкой по заимствованиям компании;

- 3) выбираемых пропорций между собственными и заемными средствами, платными и бесплатными обязательствами;
- 4) изменений в кредиторской политике или в более широком виде – политике управления формально бесплатными источниками финансирования.

Рычаговый эффект краткосрочных обязательств зависит как от возможности увеличения величины этих обязательств, так и от «экономии» на процентах, которые получает компания по относительно бесплатным краткосрочным источникам.

Дисциплинирующий эффект долга связан с ситуацией передачи оперативного управления компанией наемному менеджеру. При высокой долговой нагрузке менеджеры становятся более мотивированными к принятию эффективных решений и контролю над денежными потоками. Это происходит из-за того, что часть прямых и косвенных издержек финансовых затруднений ложится на менеджеров. Кроме того, финансовый рынок воспринимает нежелание компании работать на заемном капитале как своеобразный сигнал о боязни контроля менеджеров и мажоритарных собственников. Акции таких компаний относительно дешевы по сравнению с аналогами и часто становятся мишенью для поглощений.

Заемный капитал и дополнительный риск по собственному капиталу

При рассмотрении выгод заимствования следует иметь в виду еще одну ловушку, которая не диагностируется в рамках учетной модели анализа. Увеличение финансового рычага меняет также риск владельца собственного капитала: чем больше финансовый рычаг, тем более нестабильна величина чистой прибыли у собственника, так как проценты по займам фиксированы и не зависят от получаемой выручки. Плата по заемному капиталу может рассматриваться как дополнительный вид постоянных издержек, которые делают остаточный доход более рискованным. Поэтому долю заемного капитала в общем капитале компании называют *долговой нагрузкой на собственников*. Получая повышенное значение *ROE* за счет финансовых решений, владелец собственного капитала требует и большей компенсации своего риска. Поэтому ответ на вопрос выиграл ли собственник от роста финансового рычага и соответствующего роста *ROE*, не очевиден.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕОРИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

В теории финансового менеджмента существует ряд теоретических концепций, отражающих различные подходы в формировании структуры капитала корпорации:

- классическая теория Модильяни-Миллера (ММ), в основе которой лежит предпосылка совершенного рынка капитала;
- компромиссная теория – включает в модель рассмотрение различия ставок налогообложения для инвесторов и компаний, а также налоговую дисциплину и законодательство;
- теория асимметрии информации – рассматривает уровень доступности информации («транспарентность» компаний), требования к раскрытию и практику доступа к информации участников рынка;
- агентская теория – акцент делается на структуру собственности, рынок труда топ-менеджеров и качество корпоративного управления.

В рамках структуры капитала корпоративные финансы изучают следующие классические вопросы: как структура капитала связана со справедливой стоимостью бизнеса на совершенном рынке капитала и почему выводы работ Миллера–Модильяни часто трактуют как парадоксы; как введение первой группы несовершенств (налогов) влияет на взаимосвязь стоимости бизнеса и структуры капитала; в чем состоит ценность модели Миллера по включению в несовершенства персональных налогов на доходы инвесторов; как другие несовершенства меняют выводы, полученные для совершенного рынка.

Можно ли через выбор структуры капитала и устойчивую дивидендную политику создать дополнительную для компании стоимость? Первую попытку ответить на этот вопрос предприняли Ф.Модильяни и М.Миллер, которые показали неоднозначный ответ на этот вопрос в зависимости от степени развития финансового рынка. При этом в процессе обоснования данной теории функционирование рынка капитала авторами ограничено рядом условий.

- Рынок на всех этапах своего функционирования и во всех своих сегментах является «совершенным», что подразумевает полную его конкурентность, широкую доступность информации о его конъюнктуре для всех участников рынка, а также рациональный характер их поведения.

- На рынке действует в рассматриваемом периоде времени единая для всех инвесторов и кредиторов безрисковая ставка процента на вкладываемый или передаваемый в ссуду капитал.

- Все организации, функционирующие на рынке, могут быть классифицированы по уровню риска своей хозяйственной деятельности только на основе показателей размера ожидаемого дохода на сформированные совокупные активы и степени вероятности его получения. Риски, связанные с составом элементов используемого капитала и создающие потенциальную угрозу потери части активов в процессе его банкротства и ликвидации (эти потери активов характеризуются термином «издержки банкротства»), в расчет при этом не принимаются.

- Стоимость любого элемента привлекаемого капитала не связана с действующей системой налогообложения прибыли организации.

- В расчет стоимости отдельных элементов капитала не включаются расходы, связанные с его покупкой-продажей (так называемые «транзакционные расходы» или «операционные расходы по формированию капитала»).

Исходя из этих базовых условий, Ф.Модильяни и М Миллер математически доказали, что рыночная стоимость организации, соответственно и средневзвешенная стоимость используемого капитала, зависит только от суммарной стоимости активов вне зависимости от состава элементов капитала, авансированного в эти активы. Исходным положением этого доказательства является утверждение, что в процессе хозяйственной деятельности организации ее доходность генерируют не отдельные элементы капитала, а сформированные им активы.

С учетом изложенных предпосылок содержание концепции механизма формирования средневзвешенной стоимости капитала организации, выдвинутой Ф.Модильяни и М Миллером, сводится к следующему: рыночная стоимость организации, соответственно и средневзвешенная стоимость капитала, не зависит от структуры капитала.

Данная теория рассматривается как принципиальный механизм оценки рыночной стоимости корпорации в условиях функционирования совершенного рынка при гипотетических ограничениях: отсутствие налогообложения прибыли; неучет рисков, связанных с издержками банкротства; неучет операционных расходов по формированию отдельных элементов капитала и др.

6.1.«Парадокс ММ» совершенного рынка

Парадокс ММ или модель Модильяни-Миллера показывает, что на совершенном рынке (конкурентном, без «трений», с рациональными инвесторами) финансовая стратегия по финансовой структуре и дивидендной политике не играет роли в создании стоимости. Стоимость бизнеса определяется операционными и инвестиционными решениями, т.е.

общим денежным потоком на фирму ($FCFF$), который компания может производить с определенной периодичностью. Справедливая рыночная стоимость компании irrelevantна к структуре капитала, т.е. не зависит от способа ее финансирования. Эта теория irrelevantности структуры капитала строится на достаточно жестких предпосылках относительно рынка капитала и поведении инвесторов на нем. Предполагается, что компании функционируют на совершенном рынке капитала.

Результаты деятельности компании, в финансовом выражении представленные ежегодным денежным потоком, имеют ценность «пирога» для владельцев финансового капитала. На совершенном рынке размер «пирога» зависит только от эффективности инвестиций, т.е. возможности роста денежных поступлений от созданных активов. Финансовые решения влияют на деление созданного «пирога» между владельцами собственного и заемного капитала, но не могут изменить величину самого «пирога».

Доказательство теоремы ММ строится через сопоставление рыночных стоимостей двух корпораций: рычаговой с оценкой V_L (levered value) и безрычаговой. В теории используются следующие ограничения:

- 1) *совершенный (идеальный) рынок капитала.* Это рынок с большим числом продавцов и покупателей финансовых активов, информационной прозрачностью, отсутствием налогов и комиссионных (брокерских) издержек по сделкам с финансовыми активами;
- 2) *постоянство по годам операционных параметров компании.* Предполагаются нулевые темпы роста бизнеса (выручки), отсутствие роста операционной прибыли, отсутствие инвестиций;
- 3) *независимость денежных потоков от выбираемой структуры капитала.* Эти условия порождают ситуацию неизменности по годам инвестиционного риска. Предполагается также возможность выделения классов риска корпораций, по которым идентичны ожидания инвесторов относительно операционной прибыли на бесконечном временном горизонте;
- 4) *возможность для индивидуальных инвесторов использовать «доморощенный финансовый рычаг» в целях получения дополнительных выгод.* При этом считается, что и компании, и частные инвесторы могут привлекать капитал по единой безрисковой ставке.

Базовые условия по сопоставляемым компаниям имеют вид:

$$V_L = D_L + S_L; \quad V_U = S_U; \quad D = 0,$$

где D_L , S_U – рыночные оценки заемного и собственного (акционерного) капитала соответственно; L – обозначение рычаговой (финансово зависимой или леввериджированной) корпорации; U – обозначение безрычаговой (финансово независимой) компании.

Базовую модель взаимосвязи финансового рычага и стоимости бизнеса отражает теорема ММ.

Теорема ММ. Стоимость двух корпораций, принадлежащих одному классу инвестиционного риска, но отличающихся уровнем финансового рычага, на совершенном рынке будет равна, т.е. будет выполняться равенство $V_L = V_U$.

Развитие теории структуры капитала реализуется через снятие ограничений, принятых в базовой модели.

Теорема ММ1. Справедливая стоимость корпорации на совершенном рынке не зависит от способа ее финансирования.

Для доказательства теоремы используется арбитражный метод при допущении возможности использования финансового рычага как корпорацией, так и частными инвесторами.

Пример.

Допустим, что стоимость безрычаговой (нелевереджированной) компании меньше, чем рычаговой. Рыночная стоимость безрычаговой компании равна 900 д.е., а рычаговой – 1000 д.е. При этом стоимость рычаговой компании складывается из 600 д.е. собственного капитала и 400 д.е. заемного. Если инвестор владеет 1% акций рычаговой компании (т.е. его капитал равен 6 д.е.), то он, проведя арбитражные сделки, может получить дополнительный доход. Например, инвестор продает акции рычаговой компании за 6 д.е., берет кредит в размере 4 д.е. (это 1% долга компании) и получает 10 д.е. Далее инвестор покупает 1% акций безрычаговой компании того же риска, потратив при этом 9 д.е. Прибыль от арбитража составит $10 - 9 = 1$ д.е. Все инвесторы воспользуются этим способом увеличения дохода, пока рыночные стоимости двух компаний не сравняются.

Таким образом, на рынке складывается ситуация, когда требуемая доходность акции и стоимость компании не зависят от финансового рычага.

Следствие теоремы ММ1. Требуемая (и ожидаемая в ситуации рыночного равновесия) доходность акций рычаговой (финансово зависимой) компании равна доходности безрычаговой компании того же класса риска и премии за финансовый риск, которая может быть оценена по формуле

$$EP \text{ (equity premium)} = (k_{unlev} - k_d) \frac{D}{S}$$

Следовательно, по мере роста финансового рычага стоимость акционерного капитала компании растет следующим образом:

$$k_{lev} = k_{unlev} + (k_{unlev} - k_d) \frac{D_L}{S_L}$$

С ростом заемного капитала в структуре капитала требуемая доходность акционерного капитала растет. Однако доходность активов не меняется, остается на уровне WACC и поэтому стоимость компании неизменна при любых значениях финансового рычага.

Пример

Компания совершенного рынка финансирует свою деятельность собственным капиталом. Ее акции оцениваются рынком исходя из требуемой доходности в 20% годовых. Если компания выкупит 50% своих акций за счет заемного капитала, который будет привлекаться под 10% годовых, то ожидаемая доходность акций после рефинансирования составит, %:

$$k_S = 20 + (20 - 10)(50/50) = 30$$

Исследования «парадокса ММ» показали, что на несовершенных рынках там, где есть барьеры на пути движения капитала, налоги на доходы от использования капитала, где информация ограничена и асимметрична, размер «пирога» зависит от финансовых решений и грамотная финансовая политика в рамках выработанной финансовой стратегии может создать дополнительный эффект в терминах стоимости.

6.2. Налог на прибыль корпорации и парадокс ММ2

Для демонстрации парадокса поведения стоимости компании на совершенном рынке при существовании налога на прибыль Ф.Модильяни продолжил аналогию с «пирогом». Финансовые решения не влияют на размер «пирога» и распределяемые его части, если «повар, ножом делящий пирог, не отрезает отдельные кусочки себе». Эта аналогия подчеркивает, что в реальной жизни к дележу «пирога» присоединяется еще один участник – государство. Заметим, что государство от доли собственника «отщипывает» кусочки в виде налога на прибыль, а доля «пирога» кредитора остается нетронутой. Это связано с тем, что согласно мировой практике проценты по заемному капиталу (часть кредитора в «пироге»)

выводятся из-под налога на прибыль и создают для компании налоговый щит. Как результат, подоходные налоги на физических лиц, собственников и кредиторов компании могут несколько изменить соотношение выгод, получаемых от дележа «пирога». Но в любом случае, чем сильнее вмешательство государства, тем существеннее будет меняться величина «пирога» от финансовых решений. Данная аналогия описывает влияние только одного вида несовершенств рынка – налогов. Другие несовершенства также создают с точки зрения стоимости выгоды от работы на заемном капитале. Таким образом, на совершенном рынке с налогом на прибыль корпорации складывается следующая ситуация.

Теорема ММ1 в условиях первой предпосылки о несовершенстве рынка (при наличии налога на прибыль корпорации). Стоимость рычаговой корпорации превышает стоимость безрычаговой того же класса риска на приведенную оценку налогового щита.

Налоговый щит по заемному капиталу (tax shield, debt tax shield) – это экономия на налоге на прибыль, возникающая из-за того, что проценты по заемному капиталу уменьшают налогооблагаемую прибыль (снижают налоговое бремя компании). Количественно годовая величина налогового щита равна произведению годовых процентных платежей на ставку налога на прибыль.

Пример

Если компания ежегодно платит по процентам сумму в размере 100 тыс.руб., то при наличии операционной прибыли и ставке налога на прибыль 20% годовой налоговый щит (экономия) составит $100 \cdot 0,2 = 20$ тыс.руб.

Заметим, что величина 100 тыс.руб. получена перемножением величины долга на установленную процентную ставку по займу.

Если компания придерживается постоянного уровня долга (D) и ставка по нему не меняется (k_d), то приведенная оценка налогового щита может быть получена по формуле бессрочного аннуитета:

$$PVTS = \frac{k_d DT}{k_d} = DT,$$

где T – ставка налога на прибыль корпорации.

Выражение для теоремы ММ с налогом на прибыль корпорации имеет следующий вид:

$$V_L = V_U + DT.$$

Следовательно, справедливая стоимость корпорации зависит от финансового рычага и максимизируется при 100%-м заемном капитале. Это второй парадокс Миллера-Модильяни.

Теорема ММ2 о динамике требуемой доходности по акционерному капиталу в условиях положительного налога на прибыль и существования налогового щита. Требуемая (и ожидаемая) доходность акционерного капитала рычаговой компании превышает доходность безрычаговой компании того же риска на величину премии за финансовый риск, которая зависит от ставки налога на прибыль (чем выше ставка, тем меньше премия за риск):

$$k_{lev} = k_{unlev} + (k_{unlev} - k_d)(1 - T) \frac{D_L}{S_L}.$$

Следовательно, доходность акций рычаговой компании растет, когда увеличивается разница между доходностью акций безрычаговой компании того же класса риска и стоимостью заемного капитала или растет финансовый рычаг или если меняется ставка налога на прибыль.

Пример

Компания совершенного рынка с уплатой налога на прибыль по ставке 20% финансирует свою деятельность исключительно нераспределенной прибылью. Фиксируемая доходность акций на рынке – 20% годовых. Если компания выкупит 40% своих акций за счет выпуска облигаций под 10% годовых, то ожидаемая доходность акций после рефинансирования (стоимость акционерного капитала) составит, %:

$$k_S = 20 + (20 - 10)(1 - 0,2)(40/60) = 25,33.$$

6.3. Модель Миллера

Модель Миллера (1976 г.) строится на снятии такой предпосылки совершенного рынка, как отсутствие налогообложения личных доходов инвесторов. В реальной экономике доходы инвесторов (держателей обыкновенных и привилегированных акций, облигаций, векселей) облагаются по разным ставкам и при определенных условиях подпадают под льготные правила. В результате инвесторы приобретают финансовые активы (входят в собственный или заемный капитал компаний) с учетом налогообложения ожидаемых доходов, т.е. инвесторы ориентируются на ожидаемые посленалоговые денежные потоки. Например, если процентный доход по облигациям по более высокой ставке, чем доход по собственному капиталу (по курсовой разнице или по дивидендам), то облигации на рынке станут менее инвестиционно привлекательными и для размещения заемного капитала на рынке компаниям придется повысить по ним доход. Таким образом, перекосы в

налогообложении активов собственного и заемного капитала, а также доходов корпораций могут свести не нет эффекты налогового щита. Для сопоставления ставок налогов предполагается расчет усредненной ставки на собственный капитал.

Ставка налогообложения акционерного дохода	=	Средневзвешенная ставка налога на дивиденды и на прирост капитала
---	---	--

Чем выше ставка налогообложения акционерного капитала, тем ниже стоимость любой корпорации. Для безрычаговой компании:

$$V_U = \frac{EBIT (1-T_C) (1-T_S)}{k_{SU}}$$

где T_C – ставка налога на прибыль корпорации; T_S – ставка налогообложения акционерного дохода; k_{SU} - требуемая доходность по капиталу безрычаговой компании, $k_{SU} = k_{sunlev}$.

Стоимость рычаговой компании в модели Миллера определяют по следующей формуле:

$$V_L = V_U + D \left(1 - \frac{1-T_C (1-T_S)}{1-T_d} \right)$$

T_d - ставка налога на доход от предоставления займов корпорации (ставка держателей облигаций). Выражение в квадратных скобках трактуется как относительное преимущество заемного капитала.

Модель Миллера показывает влияние финансового рычага на стоимость бизнеса при разных соотношениях ставок налогообложения компаний и индивидуальных инвесторов. Главный вывод модели – отсутствие безусловности выгод заемного капитала и необходимость при построении финансовой стратегии компании учета комбинаций налоговых ставок.

Если налогообложение держателей акционерного капитала и заемного капитала совпадает, то выводы модели Миллера совпадают с моделью ММ в ситуации налога на прибыль, т.е. чем выше финансовый рычаг, тем выше стоимость компании. Если налоги на держателей облигаций более высокие по сравнению с корпоративным налогом и налогом на акционеров, то работа на заемном капитале будет не наращивать стоимость для корпорации, а наоборот, «проедать».

Практическая рекомендация

Равновесие с точки зрения стоимости корпорации, когда налоги и финансовый рычаг не влияют, установится при соблюдении следующего равенства:

$$(1 - T_C)(1 - T_S) = 1 - T_d.$$

Корпорации должны так формировать структуру капитала, чтобы выполнялось это равенство.

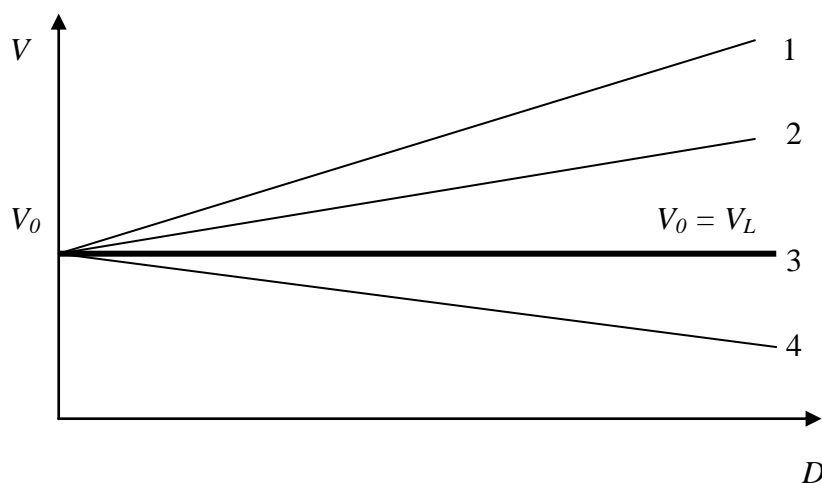
Второе равновесие, которое порождает иррелевантность стоимости бизнеса к финансовому рычагу, касается требуемой доходности инвесторов. Стоимость бизнеса не будет зависеть от финансового рычага, если посленалоговая требуемая доходность по заемному капиталу совпадает с требуемой доходностью акционерного капитала:

$$k_S = k_d(1 - T).$$

Практическая рекомендация

Компаниям выгоден заемный капитал, если посленалоговая доходность заемного капитала ниже, чем требуемая доходность по собственному капиталу.

На рис.6 иллюстративно представлены рекомендации, вытекающие из аналитических моделей.



$$g = 1 - \frac{1-T}{1-T_d} (1-T_S)$$

g – фактор относительного преимущества заемного финансирования

Рис.6. Рекомендации аналитических моделей по оценке налогового воздействия на стоимость компании

Прямая 1 описывает общий случай, когда $V = V_0 + T \cdot D$ при $T_S = T_d$;

2 – часто встречающийся на практике вариант: $(1 - T_d) > (1 - T)(1 - T_S)$;

3 – налоги и финансовый рычаг не влияют на стоимость

корпорации: $(1 - T_d) = (1 - T)(1 - T_s)$;

4 – случай снижения стоимости корпорации за счет финансовых решений:

$(1 - T_d) < (1 - T)(1 - T_s)$.

Научный вклад модели Миллера в теорию корпоративных финансов заключается в опровержении тезиса о безусловном преимуществе заемного капитала даже при подключении только одного рыночного несовершенства – налогов.

Модель Миллера доказывает относительность преимуществ финансового рычага. При определенном сочетании ставок налогообложения заемный капитал создает стоимость, или порождает вывод об иррелевантности, или приводит к снижению стоимости корпорации (рис.6).

6.4. Выбор между выгодами заемного финансирования и издержками финансовых затруднений: компромиссная теория структуры капитала

Второе несовершенство реального рынка капитала, которое снимается в теоретических моделях, - издержки финансовых затруднений или издержки финансовой неустойчивости.

Финансовая неустойчивость (financial distress) – это невозможность для компании обслуживания долгов из-за издержек, которые возникают при наличии большой долговой нагрузки.

Финансовые издержки обозначаются *FD* (financial distress costs), а их приведенная оценка к текущему моменту времени – *PVFD*.

Финансовая неустойчивость не всегда приводит к банкротству, ее можно диагностировать:

- ✓ по неосуществимости очередных выплат по долгу;
- ✓ невозможности привлечь заемный капитал или получить денежные поступления от продажи активов;
- ✓ началу переговоров с кредиторами о реструктуризации долгов.

Любое банкротство и финансовая неустойчивость сопряжены с издержками. Далее будем рассматривать финансовое банкротство, которое вызвано высоким долговым бременем, а не бизнес-причинами, например, действиями конкурентов.

Следует различать издержки, возникающие вследствие финансовой неустойчивости компании (проблемы с обязательствами по заемному капиталу), и издержки экономической неустойчивости (costs of economic distress).

Финансовая неустойчивость обусловлена исключительно наличием долга. *Экономическая неустойчивость* возникает из-за подвижек на макроэкономическом уровне

(переход от стадии роста к стагнации) или в отрасли, например, приход крупного игрока, формирование сетей в торговле.

Важный вывод корпоративных финансов:

|| Ситуация даже гипотетической финансовой неустойчивости приводит к падению цен акций корпорации.

Издержки финансовой неустойчивости оплачиваются из кошельков акционеров. Кредиторы предвидят издержки и то, что им придется покрывать эти издержки в случае неплатежеспособности фирмы. За это они заранее требуют компенсацию в виде более высоких доходов в период, когда фирма платежеспособна, т.е. более высокой обещанной процентной ставки. Это снижает возможные доходы акционеров и снижает приведенную рыночную стоимость их акций.

На совершенном рынке капитала если компания не может расплатиться с кредиторами, то через процедуру банкротства контроль над активами и денежными потоками переходит от прежних собственников к кредиторам. Эта смена собственников не приводит к снижению стоимости бизнеса, так как отсутствуют издержки, связанные с передачей контроля. На *несовершенном рынке капитала* с асимметрией информации при необходимости оплачивать услуги юристов, адвокатов и другие издержки переход контроля порождает как прямые, так и косвенные потери в денежных потоках. Экономисты говорят об издержках финансовой неустойчивости и выделяют среди них прямые и косвенные, которые связаны с утратой возможностей расплачиваться по долгам. Самые простые примеры снижения операционных потоков – из-за снижения лояльности покупателей, особенно для продукции с гарантийным обслуживанием, увольнения квалифицированных работников, разрывов отношений с поставщиками. Чем более несовершенен рынок, тем больше теряют собственники при переходе контроля над компанией к кредиторам или новым собственникам, которые готовы погасить обязательства.

Для количественной оценки *прямых издержек финансовой неустойчивости* фиксируют расходы на приглашение консультантов, юристов, кризисных менеджеров, учитывают убытки от временной приостановки операций, как крайний вариант – суммируют затраты по ликвидации активов компании. Очевидно, что сфера деятельности и размер компании существенно влияют на величину прямых издержек.

При прочих равных условиях прямые издержки больше у компаний:

- с высокими коммерческими (операционными) рисками, когда нестабилен спрос на предлагаемую продукцию;

- производителей сложной техники, требующей гарантийного обслуживания или инновационной поддержки;
- со значимым интеллектуальным капиталом в основном капитале.

Крупные компании имеют возможность задействовать эффект масштаба, компенсировать потери за счет других подразделений. Чем больше у компании активов интеллектуального капитала или чем больше у нее возможностей роста, тем выше будут издержки финансовых затруднений. В среднем прямые издержки финансовых затруднений составляют 3-6% ликвидационной стоимости активов.

Ожидаемые прямые издержки финансовой неустойчивости несут собственники бизнеса. Когда долг достигает слишком большой величины, он становится рискованным и растет платность за него, что снижает привлекательность финансового рычага.

Косвенные издержки финансовой неустойчивости диагностируются по утраченным возможностям компании, прежде всего дальнейшего развития. Они могут оказаться выше прямых издержек. Самое яркое проявление косвенных издержек – потеря инвестиционных возможностей, отказ от инвестиций или искажение рационального инвестиционного выбора. Косвенные издержки являются результатом нарастания конфликта интересов различных участников (менеджеров и собственников, кредиторов и собственников, различных групп кредиторов). При прочих равных условиях косвенные издержки будут высоки у компаний:

- с высокими возможностями роста;
- наемным менеджментом, слабо заинтересованным в защите интересов прежних владельцев;
- сложной структурой капитала.

Сложная структура капитала характеризует наличие субординированных долгов, т.е. имеющих различную степень очередности погашения, например, обеспеченные кредиты, кредиты с гарантией, конвертируемые облигации. Конфликты интересов различных кредиторов порождают дополнительные издержки.

Проявлением косвенных издержек финансовой неустойчивости являются специфические изменения в инвестиционной политике. В частности, возможны переход к высокорисковым проектам, изменение инвестиционного портфеля компании в сторону включения нехарактерных для данного бизнеса направлений. Такие эффекты получили название *эффектов замещения активов*. Компании, реализующие такую политику «переинвестирования», отказываются от рационального варианта ликвидации компании и своевременной продажи активов. Мотивами изменения инвестиционной политики в таком ключе является попытка за счет высокорисковых инвестиций вывести компанию из

финансового кризиса. Часто такая политика реализуется компаниями, во главе которых стоят амбициозные собственники, не желающие признавать очевидных ошибок.

Компромиссная (trade-off) статичная теория структуры капитала определяет оптимальный уровень финансового рычага таким образом, чтобы в каждый момент времени предельные налоговые выгоды работы на заемном капитале уравнивались предельными издержками ситуации финансовой неустойчивости.

Компромиссная теория обращает внимание на выгоды налогового щита от долгового финансирования и на растущие с долгом издержки финансовой устойчивости, т.е. ситуации невозможности платить по долгам. Справедливая стоимость компании в рамках компромиссной теории определяется по формуле:

$$V_L = V_{unlev} + T \cdot D - PVFD.$$

В соответствии с этой теорией компании должны разрабатывать различные механизмы, защищающие интересы кредиторов и снижающие издержки финансовой неустойчивости. Это могут быть дополнения в кредитных договорах о распределении прибыли, об инвестиционных решениях, о структурировании требований к активам. Возможны разработки сложных конвертируемых финансовых активов.

Компромиссная теория предписывает компании постоянное сохранение оптимального уровня финансового рычага. Однако эмпирические исследования не подтверждают сохранение фиксированного уровня для длинных временных горизонтов, что привело к возникновению динамических моделей, которые ориентируются на учет целевой структуры капитала.

Динамические компромиссные модели структуры капитала отстаивают наличие для каждой компании целевого уровня финансового рычага, который учитывает оптимальный уровень и будущие подвижки в операционной и инвестиционной деятельности. Менеджмент компании должен быть нацелен на систематическую работу по устранению отклонений фактических значений финансового рычага от целевого уровня.

6.5. Теории, выявляющие факторную зависимость изменения финансового рычага

6.5.1. Агентская теория

В реальных рыночных условиях игнорирование риска участниками, а также неполнота информации и неравный доступ разных участников принятия решений к этой информации приводят к тому, что интересы разных участников, а также их возможности получения дохода от контроля над денежными потоками компании отличаются, порождая конфликты интересов.

В корпоративных финансах принято разделять несколько конфликтов, которые могут быть описаны в терминах «принципал – агент». Начало изучения данного вида конфликтов положили работы С.Росса (1974 г.). Под принципалом понимается заказчик, имеющий права на актив и денежные потоки от его использования, а под агентом – исполнитель, который принимает на себя ответственность по управлению активами. Самый простой пример анализа агентских конфликтов:

«менеджмент – владельцы собственного капитала»;

«кредиторы – собственники»;

«мажоритарии – миноритарии».

Основная причина конфликтов и порождаемых ими потерь в денежных потоках компании – невозможность в ситуации неполноты информации заключить контракт на управление активами с агентом и обеспечить мониторинг его исполнения. Так как агент не склонен к риску, то за большее принятие ответственности он будет требовать большей компенсации. Если эта компенсация не оговорена, то условие управления активами позволит агенту самостоятельно использовать часть денежных выгод на собственные интересы (например, выводить наиболее ценные активы; заключать контракты, выгодные для себя, а не для компании).

Агентские издержки определяются как разность двух стоимостей по компании, одна из которых рассчитывается при гипотетической ситуации совпадения интересов участников бизнес-решений, а вторая отражает текущие реалии. Агентские издержки могут быть вычислены по каждому году функционирования компании, может быть оценена и их приведенная стоимость.

Агентская теория представлена набором моделей, акцентирующих внимание на неоптимальное поведение агентов-исполнителей в двух ситуациях: при наличии больших свободных средств у компании, когда возникают агентские издержки акционерного капитала, и при высокой долговой нагрузке, когда возникают агентские издержки долга.

М.Дженсен и У.Меклинг предложили разделять два типа агентских издержек:

- ✓ издержки акционерного капитала;
- ✓ издержки долга.

Издержки акционерного капитала связаны с проблемой распределения свободных денежных потоков.

Агентские издержки долга – ситуация потери бизнеса из-за специфичности действий менеджеров при наличии высокого финансового рычага, например, выражающаяся в изменении инвестиционной политики в сторону высокорисковых проектов, что

увеличивает операционный риск компании и требуемый уровень доходности по ожидаемым денежным потокам.

Согласно *теории агентских издержек* рост агентских издержек (agency costs, AC) снижает справедливую стоимость компании:

$$V_L = V_{unlev} + T \cdot D - PVFD - PVAC.$$

6.5.2. Теория асимметрии информации (сигнальная теория)

Эта теория акцентирует внимание на различия в информационной значимости разных источников финансирования.

В рамках сигнальной теории может быть объяснен порядок выбора источников финансирования: нераспределенная прибыль, долговое финансирование и, как крайний вариант, дополнительная эмиссия акций, т.е. дополнительный внешний собственный капитал.

Реальные финансовые рынки таковы, что владельцы капитала ограничены в информации по компании, не всегда достоверно известно, какими активами обладает компания, какие денежные потоки формируются, каковы ее возможности роста. Большое число исследований доказывает, что информация, предоставляемая компаниями, становится значимой в поведении инвесторов и создания стоимости. Выбор источника финансирования, изменения в дивидендной политике – качественные сигналы, которые может подавать компания рынку.

Суть *сигнальных эффектов* заключается в том, что «плохие фирмы, работники, продавцы» не могут симитировать качественный сигнал, для них он становится слишком дорогим, высокзатратным. В области управления компанией высокий финансовый рычаг с необходимостью периодического обслуживания заемного капитала и существенные дивидендные выплаты являются качественными сигналами, которые «плохие фирмы» со слабой операционной деятельностью повторить не в состоянии. Именно так рынок, согласно сигнальной теории, смотрит на принимаемые финансовые решения.

Выпуск акций рассматривается рынком как сигнал о переоцененности акций компании. Если в текущий момент акции на рынке переоценены, то менеджеры, реализующие интересы собственников, стремятся извлечь из этой ситуации выгоды и предлагают акции рынку, тем самым привлекая дополнительный капитал в компанию. Грамотные рыночные инвесторы согласятся покупать новые выпуски акций только с

существенным дисконтом к наблюдаемой рыночной цене. Однако если компания недооценена, то выпуск новых акций приведет к перераспределению стоимости между владельцами собственного капитала. Новые инвесторы получают больше выгод. Если менеджеры действуют в интересах прежних акционеров, то они должны дождаться момента или добиться того, чтобы перераспределение стоимости компенсировалось созданием новых выгод от реализации инвестиционных возможностей за счет нового привлеченного капитала. Таким образом, сигнальная теория утверждает, что к размещению нового собственного капитала менеджеры должны обращаться только в том случае, когда заемный капитал слишком дорогой и ведет к издержкам финансовой неустойчивости. Из этих соображений следуют рекомендации, которые часто получают финансисты-практики со стороны консультантов. Сформулируем основные.

1. Следует отдавать предпочтение внутренним источникам финансирования над внешними.
2. Лучший источник развития компании – это нераспределенная прибыль.
3. Компании с высокими возможностями роста следует отказаться от дивидендной политики и направить всю прибыль на развитие.
4. Если прибыли не хватает для реализации инвестиционных программ или же есть возможность привлечь заемный капитал, то можно воспользоваться банковскими займами или обеспеченным активами заемным капиталом.
5. При высокой потребности в новом капитале и существенной эффективности предполагаемых инвестиций компания может привлечь необеспеченный заемный капитал.
6. Крайний источник финансирования – дополнительный выпуск акций. Этот вариант допустим при верной оценке рынком перспектив компании или же при высокой доле интеллектуального капитала и подразумеваемых обязательств.
7. Если у компании избыток денежных средств и нет приемлемых инвестиционных решений, то следует идти по пути погашения займов (снижения финансового рычага) для создания займовой мощности по потенциально возможным направлениям роста. Дивиденды должны выплачиваться только в ситуации устойчивых свободных денежных потоков.

Существенными факторами, которые определяют политику финансирования в рамках сигнальной модели, являются:

- ✓ наличие денежных средств, что связано с рентабельностью деятельности;

- ✓ инвестиционные возможности, т.е. наличие эффективных инвестиционных проектов.

Чем больше у компании собственных денежных средств, тем больше фиксируется несовершенств рынка, включая асимметрию информации и монополию кредиторов, тем при прочих равных условиях меньше будет выбираемый финансовый рычаг.

6.5.3. Теория иерархии источников финансирования

Согласно *теории иерархии источников финансирования* (или теории последовательности выбора источников финансирования), при дополнительной эмиссии акций скорее всего будет наблюдаться их недооценка. Поэтому преимущество должно быть отдано внутренним источникам финансирования. При недостатке внутренних источников должны привлекаться долговые средства (эмиссия облигаций), а затем гибридные ценные бумаги. Эмиссия акций – последний по предпочтительности источник финансирования.

Теория синхронизации структуры капитала (market timing theory) предусматривает, что компания должна эмитировать акции, когда рынок их сильно переоценивает, и отдавать предпочтение долгу при существенной недооценке.

В соответствии с *теорией влияния интеллектуального капитала на выбор финансового рычага* (или теория учета интересов всех заинтересованных лиц, С.Титман, 1984 г.) недооценка интеллектуального капитала порождает недооценку подразумеваемых обязательств и приводит к завышению финансового рычага. Компании с большим интеллектуальным капиталом будут минимизировать финансовый рычаг. Это подтверждается финансовой политикой интернет-компаний, социальных сетей и других компаний с высокой долей элементов интеллектуального капитала.

Согласно *теории целевой структуры капитала*, структура капитала по мере движения по кривой жизненного цикла не может быть неизменной. Целевая структура капитала – это рекомендуемая в текущий момент структура капитала компании, которая учитывает не только сложившиеся рыночные пропорции и фундаментальные характеристики компании, но и тенденции привлечения источников финансирования другими компаниями рынка, предпочтения ключевых стейкхолдеров.

Компания при обосновании структуры капитала в рамках теоретических моделей должна комбинировать выпускаемые на рынок финансовые активы (акции, облигации) таким образом, чтобы, с одной стороны, удешевить их для обслуживания, а с другой – сделать их привлекательными для рыночных инвесторов, когда они захотят платить премии за уникальность предлагаемых продуктов.

Практические рекомендации, вытекающие из теорий структуры капитала

Из теорий структуры капитала следуют важные практические выводы, которые можно сформулировать в следующей редакции:

1. Структура капитала влияет на стоимость компании с ростом несовершенств рынка. На развивающихся рынках особую значимость и специфичность вносят агентские конфликты, асимметрия информации, нерыночные условия предоставления займов.
2. Проявление влияния зависит от особенностей отрасли, операционной деятельности компании, корпоративного управления.
3. В рамках финансовой стратегии следует оценивать оптимальную структуру капитала и обосновывать целевую структуру капитала компании, следовать иерархии источников финансирования (первый источник – собственный капитал, второй – долг низкого риска, третий – субординированные долги, привилегированные акции, новая эмиссия – самый дорогой источник, выступающий хорошим сигналом на развивающемся рынке).
4. Следует изучать инвестиционную клиентуру, искать новых инвесторов, предлагая уникальные финансовые продукты; необходимо учитывать аномалии на рынке, моменты рыночных несовершенств и предлагать рынку соответствующие продукты в нужные моменты времени.
5. Финансовые продукты компании конкурентоспособны при создании для инвесторов рынка новых возможностей формирования портфеля.

Алгоритм эффективного управления структурой капитала заключается в нахождении оптимального уровня долга как постоянно используемого источника заемного финансирования:

I. Обязательные элементы разработки финансовой стратегии:
фиксация оптимального уровня долга как некоторого возможного значения, а также обоснование целевой структуры капитала, которая должна фиксироваться по ключевым показателям оценки деятельности на прогнозируемом периоде.



II. Разработка предложений:
по сбалансированности краткосрочных постоянно используемых и долгосрочных источников финансирования, по валютной диверсификации займов, по целесообразности публичного размещения долга (облигаций) или по банковским займам и векселям.

Краткие выводы

1. Согласно традиционной теории, затраты на использование собственных источников финансирования не реагируют на изменения объема заемных средств, поэтому применение относительно более дешевого долга позволяет снизить затраты на используемый капитал.

2. В соответствии с моделью Модильяни-Миллера решения относительно структуры капитала не могут влиять на общую стоимость корпорации и цену ее акций. Доказательство строится на основе арбитражного процесса: инвестор в состоянии заменить корпоративный финансовый рычаг индивидуальным, что не дает компании возможности использования преимуществ от привлечения долговых источников финансирования.

3. Когда предпосылки теории Модильяни-Миллера ослабляются или снимаются, то новые теории делают выводы, в целом аналогичные традиционному взгляду на структуру капитала. Несовершенства рынков капитала, принимаемые в этих теориях, можно разделить на три группы: налоги, агентские издержки, информационная асимметрия.

4. Согласно теориям, анализирующим влияние налогов, сравнительные уровни налога на личные и корпоративные доходы, а также тип налоговой системы влияют на структуру капитала компании. Корпорация выберет такой уровень леввериджа, при котором предельные выгоды от использования заемных средств равняются предельным издержкам его использования. Данный фактор увеличивает статический оптимальный левверидж, но одновременно возрастает риск банкротства и снижается преимущество от экономии на недолговом налоговом щите.

5. При рассмотрении возможности использования долговых источников финансирования важно учитывать, что если существует определенная вероятность банкротства, то компания, привлекающая заемные средства, может быть менее привлекательна для инвесторов. Величина стоимости издержек банкротства зависит от вероятности возникновения трудностей у фирмы, а также от значимости затрат, необходимых для снижения этих трудностей.

6. В противоположность статическим моделям, динамические модели предполагают изменение как целевой, так и реальной структуры капитала во времени. К динамическим моделям относятся агентские и сигнальные модели, а также модель зависимости структуры капитала от жизненного цикла компании. В отличие от агентских и сигнальных моделей, которые носят описательный характер, модель зависимости структуры капитала от жизненного цикла компании подтверждается эмпирическими исследованиями и является наиболее перспективной.

7. Агентские издержки оказывают значительный эффект на величину прибыли компании при высоком уровне использования заемного финансирования. Издержки данного типа могут быть либо результатом конфликтов между менеджерами компании и ее акционерами, либо следствием расхождения целей держателей акций и держателей долгов. Чтобы снизить агентские издержки взаимодействия акционеров и менеджеров, корпорация привлекает больше заемного, чем акционерного капитала. Это может привести к возникновению агентских издержек между акционерами и кредиторами.

8. В исследованиях, включающих в анализ информационную асимметрию, основной акцент делается на различии в уровне информированности инсайдеров и аутсайдеров о делах и состоянии корпорации.

9. Теория иерархии Майерса и Мейлафа утверждает, что компании не имеют долгосрочной оптимальной структуры капитала, но осуществляют финансирование, исходя из определенной иерархии источников финансирования (по убыванию приоритетности: внутреннее финансирование – долговое финансирование – гибридные инструменты – доленое финансирование), состояния самой фирмы и рынков капитала.

10. Для аутсайдеров сигналом «качества» компании является уровень заемных средств, используемых менеджером: чем больше доля заемных средств, тем выше риск банкротства фирмы (результат аналогичен полученному традиционной теорией).

11. Заметной тенденцией последних лет стал переход акцента в теории финансов от понятия «структуры капитала» к понятию «финансовая структура» компании. Такой трансформацией теория обязана осознанию, что любое направление деятельности современной корпорации находится под сильнейшим влиянием агентских проблем. Следовательно, и для акционеров, и для кредиторов, и для менеджеров первостепенно распределение прав контроля над компанией.

Список литературы

1. Ковалев, В.В. Финансовая отчетность и ее анализ (основы балансоведения): Учеб.пособие / В.В.Ковалев, Вит.В.Ковалев. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. – 432 с.
2. Леонтьев, В.Е. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата / В.Е.Леонтьев, В.В.Бочаров, Н.П.Радковская. – М.: Изд-во Юрайт, 2014. – 349 с.
3. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы: учебник для бакалавров / Т.В.Теплова. – М.: Изд-во Юрайт, 2013. \ 655 с.
4. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата / О.В.Борисова [и др.]. – М.: Изд-во Юрайт, 2017. – 651 с.
5. Ибрагимов, Р.Г. Корпоративные финансы. Финансовые решения и ценность фирмы: учеб. пособие для бакалавриата и магистратуры / Р.Г.Ибрагимов. – М.: Изд-во Юрайт, 2017. – 184 с.
6. Никитушкина, И.В. Корпоративные финансы: учебник для академического бакалавриата / И.В.Никитушкина, С.Г.Макарова, С.С.Студников; под общ.ред. И.В.Никитушкиной. – 2-е изд.перераб. и доп.– М.: Изд-во Юрайт, 2017. – 521 с.

Учебное издание

Беляева Татьяна Николаевна

Капитал в структуре корпоративных финансов

Техн.редактор В.Л.Родичева

ФГБОУ ВО «Ивановский государственный
химико-технологический университет»

153000, г.Иваново, Шереметевский пр.,7