Министерство образования и науки Российской Федерации

Федеральное агентство по образованию ГОУ ВПО

Всероссийский заочный финансово-экономический институт

**КОНТРОЛЬНАЯ РАБОТА**

По дисциплине **«Финансовый менеджмент»**

**Тема: «Сущность и структура капитала»**

Барнаул 2008

**Содержание**

Введение

1. Понятие стоимости и структуры капитала

2. Стоимость основных источников капитала (заемных и собственных)

3. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала

4. Влияние структуры капитала на стоимость фирмы

Заключение

Список литературы

**Введение**

Для дисциплины финансовый менеджмент, финансовое управление – капитал в первую очередь означает управление капиталом. Капитал является одним из важнейших факторов производства. Ведь управление капиталом отражает движение финансовых ресурсов и управление ими. Для того, чтобы грамотно управлять капиталом компании необходимо рассмотреть вопросы стоимости капитала. В данной контрольной работе наибольший удельный весзанимает понятие стоимости основных источников капитала.

Вопросы стоимости капитала имеют решающее значение по трем причинам:

1. Чтобы максимизировать ценность компании, ее руководители должны минимизировать все производственные затраты, включая капитал, а чтобы свести к минимуму стоимость капитала, они должны иметь возможность измерить ее.
2. Управляющим по финансовым вопросам стоимость капитала необходима для того, чтобы принимать верные решения, касающиеся составления смет капиталовложений и их окупаемости.
3. Многие другие решения, принимаемые управляющими по финансовым вопросам, включая те, которые касаются лизинга, обмена старых облигаций на облигации нового выпуска и политики в области оборотного капитала, также требуют оценки стоимости капитала.

Также является необходимым рассмотрение средневзвешенной и предельной стоимости капитала и влияние структуры капитала на стоимость фирмы. Все эти вопросы являются актуальными не только в виде теоретических знаний, но и в виде практических применений в сложившихся не так давно в нашей стране условиях рыночной экономики.

**1. Понятие стоимости и структуры капитала**

Прежде всего, нужно отметить, что с позиций финансового менеджмента ***финансовый******капитал предприятия*** представляет собой общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.

Концепция стоимости капитала является одной из базовых в теории капитала.

***Стоимость капитала*** – денежная сумма, которую нужно уплатить за получение имущественных прав в конкретных условиях места и времени.

Следует отличать понятия «стоимость капитала фирмы» и «оценка капитала», «стоимость фирмы».

В первом случае речь идет о некоторой специфической характеристике источника средств. Стоимость капитала количественно выражается в сложившихся в компании относительных годовых расходах по обслуживанию своей задолженности перед собственниками и инвесторами, т.е. это относительный показатель, измеряемый в процентах.

Финансовый менеджер должен знать стоимость капитала своей компании по многим причинам:

*1)* стоимость собственного капитала, по сути, представляет собой отдачу на вложенные инвесторами в деятельность компании ресурсы и может быть использована для определения рыночной оценки собственного капитала и прогнозирования возможного изменения цен на акции фирмы в зависимости от изменения ожидаемых значений прибыли и дивидендов.

*2)* стоимость заемных средств ассоциируется с уплачиваемыми процентами, поэтому нужно уметь выбирать наилучшую возможность из нескольких вариантов привлечения капитала.

*3)* максимизация рыночной стоимости фирмы, что является основной задачей, стоящей перед управленческими персоналом, достигается в результате действия ряда факторов, в частности за счет минимизации стоимости всех используемых источников.

*4)* стоимость капитала является одним из ключевых факторов при анализе инвестиционных проектов.

Любая компания нуждается в источниках средств, чтобы финансировать свою деятельность как с позиции перспективы, так и в плане текущих операций.

Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется ***ценой капитала*** (cost of capital – СС).

Как правило, текущие активы финансируются за счет краткосрочных, а средства длительного пользования – за счет долгосрочных источников средств. Благодаря этому оптимизируется общая сумма расходов по привлечению средств.

Следует различать два понятия – «цена капитала данной компании» и «оценка капитала (бизнеса)».

Первое понятие количественно выражается в сложившихся в компании относительных годовых расходах по обслуживанию своей задолженности перед собственниками и инвесторами, т.е. это относительный показатель.

Второе понятие может характеризоваться различными показателями, в частности, – величиной собственного капитала, стоимостью фирмы и др., т.е. некоторыми абсолютными показателями.

Эти понятия взаимосвязаны не только качественно, но и количественно. Так, если компания участвует в инвестиционном проекте, доходность которого меньше, чем цена капитала, то ее капитализированная стоимость по завершении этого проекта уменьшится. Таким образом, цена капитала является ключевым элементом теории и практики принятия решений инвестиционного характера.

Экономическая интерпретация «цена капитала» достаточно очевидна. Он характеризует, какую сумму следует заплатить за привлечение единицы капитала из данного источника. Утверждение не следует понимать буквально.

Деятельность любой компании носит многоцелевой характер. В частности, можно говорить о прибыли, величине капитала фирмы, доходности акций и др., т.е. давать оценку с помощью абсолютных и относительных показателей.

Структура капитала – способ финансирования деятельности 1 коммерческой организации с помощью долгосрочных пассивов (собственных источников средств и долгосрочного заемного капитала).

***Структура капитала*** – это соотношение экономико-стоимостных характеристик различных видов активов организации.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т.е. максимизируется его рыночная стоимость.

Основными этапами процесса оптимизации структуры капитала, являются:

1. Анализ капитала предприятия, основной целью которого является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала.

В процессе анализа:

* рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов капитала в сопоставлении с динамикой объема производства и реализации продукции;
* определяется соотношение собственного и заемного капитала и его тенденции;
* в составе заемного капитала изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств;
* определяется размер просроченных финансовых обязательств и выясняются причины просрочки;
* рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его капитала;
* оценивается эффективность использования капитала в целом и отдельных его элементов.

2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала, к которым относятся:

* отраслевые особенности операционной деятельности предприятия;
* стадия жизненного цикла предприятия;
* конъюнктура товарного рынка;
* конъюнктура финансовых рынков;
* отношение кредиторов к предприятию;
* фискальная политика государства;
* уровень концентрации собственного капитала.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности. Для проведения таких оптимизационных расчетов используется механизм финансового левереджа.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости.

Процесс этой оптимизации основан на предварительной оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.

5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков.

6. Формирование показателя целевой структуры капитала.

Предельные границы максимально рентабельной и минимальная рискованной структуры капитала позволяют определить поле выбора конкретных его значений на плановый период. В процессе этого выбора учитываются ранее рассмотренные факторы, характеризующий индивидуальные особенности деятельности данного предприятия. Окончательное решение, принимаемое по этому вопросу, позволяет сформировать на предстоящий период показатель «целевой структуры капитала», в соответствии с которым будет осуществляться последующей его формирование на предприятии путем привлечения финансовых» средств из соответствующих источников.

**2. Стоимость основных источников капитала (заемных и собственных)**

Для того чтобы принимать правильные решения относительно управления структурой капитала, необходимо знать, какие возможные варианты существуют. Поэтому необходимо изучить возможные источники финансирования деятельности акционерной компании.

Для того чтобы определить общую стоимость капитала, необходимо сначала оценить величину каждой его компоненты. Обычно капитал компании состоит из собственного и заемного капитала.

*Собственный капитал* включает в себя:

* обыкновенные акции по текущей рыночной цене;
* привилегированные акции по текущей рыночной цене;
* внутренние источники средств (нераспределенная прибыль компании, амортизационные отчисления, отчисления в фонды предприятий).

*Заемный капитал* включает в себя:

* долгосрочные займы;
* краткосрочную задолженность;
* выпуск облигаций.

Рассматривая предприятия государственной формы собственности, работающие в рыночных условиях, мы выделяем две компоненты:

* собственный капитал в виде накопленной нераспределенной прибыли;
* заемный капитал в виде долгосрочных банковских кредитов.

Средняя стоимость капитала представляет собой среднюю посленалоговую «цену», в которую предприятию обходятся собственные и заемные источники финансирования.

Обычно считается, что затраты на капитал – это альтернативная стоимость, иначе говоря, доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при неизменной величине риска. В самом деле, если компания хочет получить средства, то она должна обеспечить доход на них, как минимум, равный величине дохода, которую могут принести инвесторам альтернативные возможности вложения капитала.

Основная область применения стоимости капитала – оценка экономической эффективности инвестиций. Ставка дисконта, которая используется в методах оценки эффективности инвестиций, – это и есть стоимость капитала, который вкладывается в предприятие.

Почему именно затраты на капитал служат ставкой дисконтирования? Напомним, что ставка дисконта – это процентная ставка отдачи, которую предприятие предполагает получить на заработанные в процессе реализации проекта деньги. Поскольку проект разворачивается в течение нескольких будущих лет, предприятие не имеет твердой уверенности в том, что оно найдет эффективный способ вложения заработанных денег. Но оно может вложить эти деньги в свой собственный бизнес и получить отдачу, как минимум равную стоимости капитала. Таким образом, стоимость капитала предприятия – это минимальная норма прибыльности при вложении заработанных в ходе реализации проекта денег.

На стоимость капитала оказывают влияние следующие факторы:

* уровень доходности других инвестиций;
* уровень риска данного капитального вложения;
* источники финансирования.

Рассмотрим каждый из факторов в отдельности. Поскольку стоимость капитала – это альтернативная стоимость, т.е. доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при неизменной величине риска, стоимость данного капитального вложения зависит от текущего уровня процентных ставок на рынке ценных бумаг (облигаций и акций). Если предприятие предлагает вложить инвесторам капитал в более рискованное дело, то им должен быть обеспечен более высокий уровень доходности.

Кроме этих факторов, на стоимость капитала оказывает влияние то, какие источники финансирования имеются у предприятия. Процентные платежи по заемным источникам рассматриваются как валовые издержки (т.е. входят в себестоимость) и потому делают долговые источники финансирования более выгодными для предприятия. Но в то же время использование заемных источников более рискованно для предприятий, так как процентные платежи и погашение основной части долга необходимо производить вне зависимости от результатов реализации инвестиционного проекта. Стремясь снизить риск, предприятие увеличивает долю собственных привлеченных средств (производит дополнительную эмиссию акций).

Стоимость собственного капитала – это денежный доход, который хотят получить держатели обыкновенных акций. Обыкновенные акции играют решающую роль в формировании финансовых ресурсов компании. Их доля в уставном капитале не может быть меньше 75%. В большинстве акционерных обществ эта доля выше, так как, приобретая обыкновенную акцию, инвестор делает бессрочный вклад в уставной капитал, т.е. акционерное общество может свободно распоряжаться этим капиталом без опасения, что часть капитала придется вернуть по запросу акционеров. Акционерное общество может дополнительно выпускать акции только в пределах их объявленного числа с целью привлечения необходимых ресурсов для развития, модернизации и расширения производства, а не на покрытие понесенных убытков.

Главным преимуществом акционерного общества по сравнению с другими хозяйствующими субъектами является использование механизма эмиссии акций, что позволяет, с одной стороны, быстро сконцентрировать значительные финансовые ресурсы для реализации крупных инвестиционных проектов, а с другой стороны, не связывать себя лишними обязательствами в виде займов и кредитов. Инвесторы рискуют лишь в пределах своей доли в уставном капитале при ухудшении финансового состояния эмитента.

Основным преимуществом финансирования с помощью акций является необязательность выплат текущего характера по всем типам и разновидностям акций, т.е. отсутствует риск прямого дефолта, связанного с угрозой неплатежеспособности и банкротства компании, в возможности проведения гибкой эмиссионной политики, с помощью которой осуществляется контроль за структурой акционерного капитала.

Основные недостатки финансирования с помощью долевых ценных бумаг с точки зрения компании:

* угроза поглощения путем скупки акций агрессивно настроенным инвестором;
* размывание капитала (если не обеспечено сохранение прежних долей в структуре акционерного капитала);
* усиление корпоративного контроля со стороны фондового рынка и желающих поучаствовать в управлении.

В зависимости от стадии выпуска акций в обращение и их оплаты принято различать: объявленные, размещенные и полностью оплаченные акции.

Различают несколько моделей, каждая из которых базируется на использовании информации, имеющейся в распоряжении того, кто оценивает капитал.

Модель прогнозируемого роста дивидендов. Расчет стоимости собственного капитала основывается на формуле:

*Ce = D1 + g*

где

*Ce* – стоимость собственного капитала;

*P* – рыночная цена одной акции;

*D1* – дивиденд, обещанный компанией в первый год реализации инвестиционного проекта;

*g* – прогнозируемый ежегодный рост дивидендов.

Данная модель применима к тем компаниям, величина прироста дивидендов которых постоянна. Если этого не наблюдается, то модель не может быть использована.

Тогда может быть использована *модель дисконтирования дивидендов* (dividend discount model, DDM). Согласно этой модели, стоимость акции равна:

*∑ Dt*

*t=1 (1 + k)*

где

*D* – поток дивидендов;

*k* – ставка дисконтирования.

*Модель оценки капитальных активов* (САРМ: Capital Assets Price Model). Использование данной модели наиболее распространено в условиях стабильной рыночной экономики при наличии достаточно большого числа данных, характеризующих прибыльность работы предприятия.

Модель использует существенным образом показатель риска конкретной фирмы, который формализуется введением показателя. Этот показатель устроен таким образом, что β = 0, если активы компании совершенно безрисковые (случай сколь желаемый, столь же редкий). Показатель β равен нулю, например, для казначейских облигаций США. Показатель β = 1, если активы данного предприятия столь же рисковые, что и средние по рынку всех предприятий страны. Если для конкретного предприятия имеем:

0 < β < 1, то это предприятие менее рисковое по сравнению со средним по рынку, если β > 1, то предприятие имеет большую степень риска. Расчетная формула модели имеет вид:

*Ra = Rf + βa (Rm – Rf)*

где

*Ra* – требуемая доходность акции а. На рынке, находящемся в состоянии равновесия, требуемые значения доходности должны равняться ожидаемым;

*Rf* – доходность безрисковых активов «risk-free»;

*Rm* – требуемая доходность идеально диверсифицируемого рыночного портфеля (в качестве замены рыночного портфеля выступают рыночные индексы);

*βa* – фактор систематического риска акции а. (*β*-коэффициент – альтернативный способ представления ковариации ценной бумаги (в нашем случаи акции а) с рыночным портфелем.

Для определения величины (*βa* применительно к данному предприятию могут быть использованы данные прошлых лет. По сравнительным данным прибыльности анализируемого предприятия и средней рыночной прибыльности строится соответствующая прямолинейная регрессионная зависимость, которая отражает корреляцию прибыльности предприятия и средней рыночной прибыльности. Регрессионный коэффициент этой зависимости служит основой для оценки *βa*‑фактора. В западных странах для ориентации потенциальных инвесторов печатают справочники, содержащие показатель *βa* для большинства крупных фирм.

*Модель прибыли на акцию.* Данная модель оценки стоимости собственного капитала базируется на показателе прибыли на акцию, а не на величине дивидендов. Многие инвесторы считают, что именно показатель величины прибыли на акцию отражает реальный доход, получаемый акционерами, независимо от того, выплачивается ли он в виде дивидендов или реинвестируется, с тем чтобы принести инвесторам выгоды в будущем. Инвесторы пристально следят за показателем прибыли на одну акцию, который публикуется в отчетных документах компании, а управляющие компанией стремятся не создавать ситуаций, приводящих к падению этого показателя. Итак, согласно данной модели, стоимость собственного капитала определяется по формуле

*Сe = EPS*

*Р*

где

*EPS* – величина прибыли на одну акцию;

*Р* – рыночная цена одной акции.

Однако применение на практике указанных моделей для расчета стоимости собственного капитала может дать различные результаты. В ряде случаев такие расхождения могут оказаться вполне существенными.

*Модель премии за риск*. Данная модель занимает особое место, так как носит договорной характер. Договор заключается между предприятием и потенциальным инвестором о том, какая должна быть премия за риск вложения капитала. Если *Сr* – уровень отдачи на вложение денег инвесторам в обычные (номинальные) для него возможности, то стоимость капитала, вложенного в данное предприятие, определяется по формуле:

*Ce = Cr + RP*

где

*RP* – премия за риск.

Потенциальных западных инвесторов можно привлечь для вложения капитала в только большой величиной премии за риск. Совокупный инвестор в виде множества физических лиц, проживающих за рубежом, не может стать таким инвестором по очевидным причинам. Следовательно, компании приходится рассчитывать лишь на некоторое достаточно большое зарубежное предприятие в качестве инвестора. И в этом случае придется прибегнуть к модели (4), поскольку никакой другой информации нет.

*Для государственных предприятий* из всех перечисленных выше моделей в большей мере подходит модель прибыли на акции при условии ее адаптации для условий государственного предприятия в условия самофинансирования. Стоимостью капитала в данном случае может служить отношение ежегодной прибыли предприятия к сумме его собственных средств, накопленных к рассматриваемому году.

*Сe = E*

*S*

где

*Е* – годовая прибыль предприятия, оставшаяся в его распоряжении;

*S* – сумма собственных средств предприятия по его балансу на конец года.

Эта формула может быть использована как для существующих данных, отражающих результата деятельности предприятия в прошлом году, так и для плановых показателей.

*Стоимость вновь привлеченного капитала.* Требуемый доход на вновь привлеченный собственный капитал обычно выше, чем требуемый доход на существующий собственный капитал. Когда компания выпускает дополнительные акции, то обычно она получает чуть меньше рыночной цены существующих акций. Это связано с дополнительными затратами по выпуску новых акций и, кроме того, с желанием обеспечить быструю распродажу новых акций (их продают по цене ниже рыночной).

В рамках модели роста дивидендов для расчета стоимости вновь привлеченного капитала можно использовать Следующую формулу:

*Сe = d1 + g*

*P (1 – F)*

где *F* – так называемая стоимость выпуска, отражающая закономерное снижение рыночной стоимости вновь выпускаемых акций.

*Модель определения стоимости привилегированных акций*. В соответствии с действующим законодательством разрешается размещать не один, а несколько типов привилегированных акций. При этом их суммарная стоимость по номиналу не должна превышать 25% уставного капитала АО, и выпускать только одни привилегированные акции запрещается. Вообще увеличение их доли в уставном капитале применяют компании, которые хотят быстро увеличить собственный капитал для реализации крупного проекта, но предпочитают не увеличивать количество лиц, имеющих право на управление и размывать контрольный пакет акций, не желают увеличивать размер своего долга выпуском облигаций и т.п.

В мировой практике различают следующие типы привилегированных акций.

*Прямые привилегированные акции*. Это акции с обычными преференциями в отношении активов и дивидендов. Они имеют фиксированный дивиденд и являются бессрочными ценными бумагами. Рыночная цена прямых привилегированных акций, так же как и цена облигаций, падает при повышении кредитного процента и растет при его снижении.

*Кумулятивные привилегированные акции*. Это такие акции, по которым невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии. Такие акции привлекательны для инвесторов возможностью увеличения доходов (на вторичном рынке). Если при невыплате дивидендов держатель кумулятивной привилегированной акции решит ее продать, то он будет вынужден осуществить эту операцию по низкой курсовой стоимости. Купивший же такую акцию имеет возможность получить дивиденды за весь период, в течение которого они не выплачивались.

*Конвертируемые привилегированные акции*. Конвертируемыми называются привилегированные акции, которые могут быть обменяны на другие акции – обыкновенные или привилегированные акции других типов. Конвертируемые привилегированные акции обеспечивают своим владельцам:

* большую надежность, чем обыкновенные акции, в которые они конвертируются;
* возможность получения выгоды от роста капитала;
* более высокой доход, чем обыкновенные акции, но меньший, чем прямые привилегированные акции.

Все привилегии, связанные с конвертируемостью, отменяются через определенное время после выпуска (5 – 10 лет). Конвертация привилегированных акций в облигации и иные ценные бумаги, за исключением акций, не допускается.

*Отзывные (возвратные) привилегированные акции*. Тот факт, что привилегированные акции подобно обыкновенным не имеют срока погашения, не означает, что большая часть привилегированных акций будет находиться в обращении вечно; всегда разрабатываются условия изъятия акций из обращения. Отзывные привилегированные акции получили большое распространение. В отличие от неотзывных акций, которые не могут гаситься до тех пор, пока существует выпустившее их акционерное общество, эти акции могут быть отозваны акционерным обществом путем выкупа. Держатели отзывных акций предупреждаются о выкупе обычно за 30 дней. Выкуп осуществляется по номинальной цене, плюс премия – процент от номинала. Кроме того, в момент выкупа выплачиваются все причитающиеся на дату выкупа дивиденды.

*Ретрективные привилегированные акции*. Здесь, в отличие от отзывных акций, привилегия изъятия акций предоставляется не акционерному обществу, а держателям этих ценных бумаг. Держатель ретрективной привилегированной акции устанавливает «срок погашения» и предъявляет ее компании для погашения. Компания должна быть извещена о сроке изъятия ретрективных акций заблаговременно (примерно за 30 дней).

Такая акция обеспечивает своему владельцу:

* определенную дату и цену изъятия;
* прирост капитала, если они покупаются со скидкой с
номинальной цены;
* невозможность автоматического изъятия.

Если срок изъятия прошел, то такие акции становятся прямыми привилегированными акциями.

*Привилегированные акции с участием*. Эти акции предусматривают участие их держателя в прибыли компании сверх установленного при выпуске дивиденда. Дополнительный дивиденд держатели этих ценных бумаг получат в том случае, если дивиденд по обычным акциям по итогам года окажется выше, чем фиксированный уровень дивиденда по привилегированным акциям.

Акции с участием могут быть как полностью участвующие в распределении дополнительной прибыли, так и частично участвующие (в этом случае их называют акции с долевым участием). В последнем случае должна быть оговорена верхняя граница выплачиваемого дивиденда.

*Привилегированные акции с плавающей ставкой дивиденда*. Размер дивиденда по ним зависит от доходности каких-либо общепринятых ценных бумаг, чаще всего от банковской процентной ставки. С ростом банковской ставки растет и дивиденд, и наоборот, при снижении банковского процента дивиденд снижается, но не ниже определенной гарантированной величины. Выпуск таких акций отвечает в первую очередь интересам инвесторов, в особенности в периоды инфляции. Появились эти ценные бумаги сравнительно недавно, в 1982 г., но популярность получили широкую. В России большинство акционерных обществ выплачивают по привилегированным акциям плавающий дивиденд, причем более высокий по сравнению с дивидендом на обыкновенные акции.

*Гарантированные привилегированные акции*. Гарантированным в этих является дивиденд. Эти акции могут выпускаться дочерними предприятиями, а гарантией дивиденда является репутация вышестоящей организации.

По очередности удовлетворения претензий: приоритетные, привилегированные с преимущественными правами, старшие привилегированные акции, младшие привилегированные акции.

Также следует сказать несколько слов о специфических привилегированных акциях, которые появились в России в ходе приватизации. Это акции типа «А» и типа «Б».

*Привилегированные акции типа «А»*. Эти акции бесплатно получали работники предприятий, преобразуемых в открытые акционерные общества. Число таких акций составляло 25% уставного капитала, и выделялось 10% из чистой прибыли ОАО для выплаты по ним дивидендов. Владельцы привилегированных акций типа «А» получали право присутствовать на ежегодных собраниях акционеров и вносить предложения по обсуждаемым вопросам, но не имели права голоса. Кроме того, существовала возможность свободной продажи таких акций.

*Привилегированные акции типа «Б»*. Они выпускались в счет доли уставного капитала, принадлежащей Фонду имущества. Иными словами, эти акции бесплатно получал Фонд имущества. Для выплаты дивидендов по ним выделялось 5% чистой прибыли, но размер дивиденда по акциям типа «Б» не должен был быть ниже дивиденда, выплачиваемого по обыкновенным акциям. Число этих акций не могло превышать 25% уставного капитала.

Фонд имущества получал право свободной продажи (без согласия других акционеров) этих акций неограниченному кругу покупателей, но при продаже акции типа «Б» автоматически становились обыкновенными акциями. Что касается права голоса, то здесь действовали те же правила, что и для владельцев привилегированных акций типа «А».

В Федеральном законе «Об акционерных обществах» предусматривается выпуск одного или нескольких типов привилегированных акций. При этом описаны два типа привилегированных акций: кумулятивные и конвертируемые.

Главное для АО – это использование механизма эмиссии ценных бумаг. При этом размещение путем подписки делится на открытую подписку (только для ОАО; публичная эмиссия, когда необходима также и регистрация проспекта эмиссии), закрытую (частное размещение). Публичное размещение предусматривает более полное раскрытие информации, при частном – процедура более упрощенная, так как инвесторы достаточно квалифицированны, чтобы определиться с рисками, связанными с покупкой акций. Путь частного размещения более реален (особенно для бумаг «второго эшелона»), так как можно найти инвестора, действительно заинтересованного в покупке акций именно этого эмитента, а не просто игроков фондового рынка.

Таким образом, преимуществами частного размещения, являются большая вероятность получения наивысшей цены за конкретную бумагу, концентрация акций у профильных инвесторов, которым будет выгодна долгосрочная устойчивость финансового положения эмитента и повышение его конкурентоспособности на рынке. Размещение, как указано выше, может происходить путем конвертации. Эмиссия конвертируемых облигаций приводит в конечном итоге к появлению у АО некоторого количества новых акционеров, однако данный вид финансирования в силу определенной специфики следует рассмотреть отдельно.

*Модель определения стоимости привилегированных акций* является весьма простой, поскольку доход на привилегированные акции устанавливается обычно весьма простым способом: по привилегированным акциям обычно выплачивается фиксированный дивиденд и сверх этого дивиденда, независимо от размера прибыли, ничего не выплачивается. Поэтому доходность по привилегированным акциям рассчитывается по следующей формуле:

*Cp = d*

*P*

где

*d* – величина ежегодного дивиденда на акцию;

*Р* – рыночная цена одной акции.

Также как и в случае с обыкновенными акциями, затраты на выпуск новых привилегированных акций повышает их стоимость. Эту оценку можно сделать, предполагая *g* = 0, так как привилегированные акции обычно не имеют роста.

*Сp = d*

*P (1 – F)*

*Внутренние источники средств*. К этой группе относятся те источники средств, которые были сгенерированы в результате предшествовавшей деятельности компании. Сюда включают нераспределенную прибыль, амортизационные отчисления, отчисления в фонды предприятий. Нераспределенная прибыль и отчисления в фонды предприятия с финансовой точки зрения равнозначны, так как формируются в результате распределения чистой прибыли.

*Нераспределенная прибыль компании*. В силу неразвитости фондового рынка, непрозрачности деятельности подавляющего большинства российских предприятий, отсутствия информационных технологий для внедрения стоимостного подхода к оценке эффективности функционирования компании, чистая прибыль рассматривается, с одной стороны, как результат всей хозяйственной деятельности и с другой стороны – как важнейший источник финансовых ресурсов.

В связи с тем, что он состоит из заработанных и незаработанных в данном производственном цикле средств самой компании и является ее собственностью, этот источник служит также обеспечением внешнего финансирования. При этом его значимость снижается из-за таких недостатков, как слабость законодательного регулирования и стимулирования реинвестиций в производство; неэффективный режим налогообложения, когда используются различные методы определения выручки от реализации товаров, работ и услуг для целей бухгалтерского и налогового учета, что приводит к существенным искажениям результата в условиях высокой доли дебиторской задолженности; широкое распространение неденежных расчетов, искусственно завышающих стоимость продукции.

*Амортизационные отчисления*. Одним из источников формирования финансовых ресурсов, обеспечивающих возмещение изношенных основных средств, являются суммы начисленной амортизации. Механизм принятия решения об использовании накопленной амортизации в целом совпадает с тем, как должны приниматься решения об использовании других источников финансирования. В международной практике амортизация обычно не рассматривается при анализе структуры капитала, в России, напротив, амортизация является одним из ключевых элементов при анализе структуры капитала.

В развитых странах различные методы начисления амортизации применяются для ускорения обновления основных средств в эксплуатации, недопущения их морального износа. В российской хозяйственной практике амортизационные отчисления носят не столько инвестиционный характер, сколько служат для корректировки налогооблагаемой базы в сторону уменьшения.

*Отчисления в фонды предприятий*. Такие накопленные фирмой резервы также служат источником финансирования компании и необходимы для осуществления хозяйственной деятельности и социального развития коллектива. Порядок образования фондов предприятия и использование чистой прибыли на иные цели регулируется учредительными документами.

Однако есть фонды, отчисления в которые в соответствии с законодательством являются обязательными. Так, в АО должен создаваться резервный фонд в размере, предусмотренном уставом, но не менее 15% уставного капитала. Он формируется путем обязательных ежегодных отчислений не менее 5% от чистой прибыли до достижения размера, зафиксированного в уставе. Резервный фонд предназначен для покрытия убытков, погашения облигаций общества и выкупа акций АО при отсутствии других средств, т.е. является страховым по своей природе.

Уставом общества может предусматриваться создание специального фонда акционирования работников, фонда накопления за счет амортизационных отчислений, чистой прибыли и средств от реализации основных фондов для приобретения нового основного и оборотного капитала.

В качестве резерва, накопленного фирмой, рассматривается и добавочный капитал, который образуется в результате переоценки основных средств и др. материальных ценностей и не может использоваться на цели потребления.

**Управление заемным капиталом**

Целевое финансирование представляет собой направление централизованных финансовых ресурсов в рамках государственного регулирования и поддержки инвестиционной деятельности в России на выполнение федеральных (региональных) целевых программ, программ и проектов отраслевого финансирования и других государственных капиталовложений. Суммы ассигнований на эти цели должны предусматриваться в бюджетах всех уровней в определенном размере.

Вследствие хронического недостатка бюджетных средств практикуется переход от распределения бюджетных ассигнований между отраслями и регионами к селективному (на конкурсной основе) финансированию проектов. При этом принималось решение о выделении отдельной строкой специального бюджета развития в рамках федерального бюджета. Но так как статья эта незащищенная, зависимая от общих бюджетных поступлений и приоритетов государственной экономической политики, то финансирование проектов осуществлялось по остаточному принципу.

*Банковское кредитование и другие займы*. Роль кредитных ресурсов в условиях отсутствия или нехватки собственных средств и дефицита централизованного финансирования была и остается сейчас довольно высокой. Заемные средства, как известно, могут предоставляться как коммерческими банками (российские, иностранные, международные типа ЕБРР и МБРР), так и небанковскими структурами (финансовые и страховые компании, фонды и др.)

Основными факторами, влияющими на условия выдачи кредита, являются: учетная ставка и нормативы Центробанка России; средняя процентная ставка по МБК; средняя процентная ставка коммерческих банков по депозитам; структура кредитных ресурсов банка (соотношение собственных и заемных средств); структура спроса на кредит со стороны хозяйства; срок и вид кредита; уровень стабильности в стране.

Кроме банков, существенная роль в финансировании принадлежит небанковским организациям, таким как пенсионные фонды, инвестиционные и страховые компании, ПИФы. Последние предлагают прямое инвестирование в производство путем покупки ценных бумаг предприятия.

Корпоративная облигация – ценная бумага с заранее известным сроком погашения, на протяжении которого может:

* накапливаться купонный доход;
* регулярно выплачиваться купонный доход;
* расти рыночная цена (приближаться к номиналу).

Чем чаще происходит начисление дохода, тем выше реальная сумма полученных денег и рыночная цена облигации. Фундаментальными свойствами облигации, определяющими ее преимущества и недостатки, являются:

* отношения займа между инвестором и эмитентом. Держатель облигации приобретает статус кредитора, не дающий право голоса на общем собрании. Особенно это важно, когда на предприятии существует проблема контроля (оказался «распылен» контрольный пакет при приватизации или есть большая вероятность того, что при дополнительной эмиссии значительная часть пакета окажется у недоброжелательных инвесторов);
* наличие конечного срока обращения, по истечении которого облигация гасится;
* приоритетность облигаций по сравнению с обыкновенными акциями и любым типом привилегированных акций. Выплата процентов по облигациям и части имущества при ликвидации производится в первоочередном порядке по сравнению с акционерами. В этой связи облигация – менее рискованная и доходная ценная бумага, и стоимость капитала, полученного путем размещения займа ниже, чем при эмиссии акций;
* привлечение капитала на более длительные сроки, в отличие от банковского кредита. В развитых странах, как правило, на 10 – 15 лет возможность различного выгодного эмитенту сочетания прав при выпуске.

Неэмиссионные ценные бумаги. Существует целый ряд ценных бумаг, которые не относятся к эмиссионным, т.е. для их выдачи не требуется никаких проспектов эмиссии, регистрации выпусков, утверждения отчетов об итогах выпусков, аудиторского заключения, что в принципе должно ускорять процесс привлечения финансовых ресурсов и снижать расходы.

Для компании наиболее цивилизованными формами таких ценных бумаг являются *простые* и *переводные векселя*, а также складские свидетельства. Их отличие друг от друга состоит в том, что вексель – это безусловное долговое обязательство (без обеспечения и на краткосрочный период) указанного в векселе плательщика оплатить определенную сумму в установленные сроки, а складское свидетельство – товарное обязательство, передача которого по определению возможна только в подтверждение наличия реального товара на складе.

В целом можно отметить следующие преимущества данного способа финансирования: технически проще продать на аукционе ценные бумаги, нежели реальный товар; заемщик может продать складскую часть двойного свидетельства и страховой полис; часть рисков берут на себя страховая компания и склад, к которому не переходит право собственности на товар. Итоговый результат тот же, что и при банковском кредитовании, – предприятие получает денежные средства во временное пользование, но только значительно увеличивается оборачиваемость кредитных ресурсов, которые уже могут переуступаться, продаваться и покупаться на финансовом рынке.

В процессе своей деятельности предприятие использует заемные средства, получаемые в виде:

* долгосрочного кредита от коммерческих банков и других предприятий;
* выпуска облигаций, имеющих заданный срок погашения и номинальную процентную ставку.

В первом случае стоимость заемного капитала равна процентной ставке кредита и определяется путем договорного соглашения между кредиторами и заемщиком в каждом конкретном случае отдельно.

Во втором случае стоимость капитала определяется величиной выплачиваемого по облигации купона или номинальной процентной ставкой облигации, выражаемой в процентах к ее номинальной стоимости. Номинальная стоимость – это цена, которую заплатит компания – эмитент держателю облигации в день ее погашения. Разумеется, что срок, через который облигация будет погашена, указывается при их выпуске.

В момент выпуска облигации обычно продаются по их номинальной стоимости. Следовательно, в этом случае стоимость заемного капитала *Cd* определяется номинальной процентной ставкой облигации *iн*:

*Cd = ik*

Однако в условиях изменения процентных ставок по ценным бумагам, которое является следствием инфляции и других причин, облигации продаются по цене, не совпадающей с номинальной. Поскольку предприятие – эмитент облигаций должно платить по ним доход исходя из номинальной процентной ставки и номинальной стоимости акции, реальная доходность облигации изменяется: увеличивается, если рыночная цена облигации падает по сравнению с номинальной, и уменьшается в противном случае.

Для лучшего понимания финансового механизма определения фактической стоимости облигаций и реальной отдачи на них рассмотрим формулу более детально. Итак, согласно условиям выпуска облигаций фирма – эмитент обязуется каждый год выплачивать процентную выплату d и номинальную стоимость N по окончании срока действия облигации, т.е. на момент ее погашения. Поэтому формула модели современной стоимости облигации определяет дисконтированный поток этих выплат. Как известно, рыночная цена облигации колеблется, а сумма выплачиваемого дохода на облигацию остается неизменной, поэтому доходность облигации также меняется. В частности, доходность облигации увеличивается при уменьшении рыночной стоимости и уменьшается в противном случае.

В качестве реальной доходности облигации (или стоимости заемного капитала, основанного на облигациях данного типа) используется конечная доходность облигации, т.е. такая процентная ставка, которая позволяет, купив облигацию сейчас по текущей рыночной цене, получать доход на облигацию, объявленный в контракте на ее выпуск, и номинальную стоимость облигации на момент ее погашения.

Приведенное выше уравнение можно решить лишь приближенно с помощью численных методов на ЭВМ или финансовом калькуляторе. Результат, близкий к использованию уравнения, дает следующая приближенная формула:

*Cb = d + (N – P) / n*

*(N + P) / 2*

Если компания хочет привлечь заемный капитал, то она должна будет выплачивать по привлеченным средствам процентный доход, как минимум равный конечной доходности по существующим облигациям. Таким образом, конечная доходность будет представлять собой для компании стоимость привлечения дополнительного заемного капитала.

Если у компании есть избыточные средства, то она может использовать их на покупку существующих облигаций по их рыночной стоимости. Сделав это, компания получит доход, равный доходу, который бы получил любой другой инвестор, если бы он купил облигации по их рыночной стоимости и держал их у себя до момента погашения.

Если компания по-другому инвестирует избыточные средства, то она отказывается от альтернативы погашения облигации, выбирая по крайней мере столь же прибыльную альтернативу. Конечная доходность облигации – это альтернативная стоимость решения об инвестировании средств. Таким образом, независимо от того, имеются ли у компании избыточные средства или она нуждается в их притоке, конечная доходность по существующим облигациям представляет собой стоимость заемных средств.

*Эффективная стоимость заемных средств*. Говоря о стоимости заемного капитала, необходимо учитывать следующее очень важное обстоятельство. В отличие от доходов, выплачиваемых акционерам, проценты, выплачиваемые по заемному капиталу, включаются в издержки по производству продукции. Эффективная стоимость заемного капитала может быть определена по следующей формуле:

*C'b = (1 – T) · Cb*

где Т – ставка налога.

Таким образом, стоимость заемного капитала после уплаты налогов становится ниже конечной доходности (или стоимости до уплаты налогов).

**3. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала**

Средневзвешенные затраты на капитал являются главным показателем, который используется для оптимизации структуры капитала акционерной компании. ***Средневзвешенная стоимость капитала*** является показателем, характеризующим стоимость капитала так же, как ставка банковского процента характеризует стоимость привлечения кредита. Отличие WACC (Weighted Average Cost of Capital) от банковской ставки заключается в том, что этот показатель не подразумевает равномерных выплат, вместо этого требуется, чтобы суммарный приведенный доход инвестора был таким же, какой обеспечила бы равномерная выплата процентов по ставке, равной WACC.

Такой подход часто называют вычислением взвешенной средней стоимости капитала, которая часто обозначается WACC. Она представляет собой среднее из стоимостей отдельных компонентов, взвешенных по их доле в общей структуре капитала.

WACC широко используется в инвестиционном анализе, его значение используется для дисконтирования ожидаемых доходов от инвестиций, расчета окупаемости проектов, в оценке бизнеса и других приложениях.

Средневзвешенные затраты на капитал представляют собой минимально требуемый уровень доходности для инвестора при вложении средств в компанию. Данный метод можно применять для определения ставки дисконтирования только в том случае, если процесс оценки производится в интересах одного специфического получателя информации.

Дисконтирование будущих денежных потоков со ставкой, равной WACC, характеризует обесценивание будущих доходов с точки зрения конкретного инвестора и с учетом его требований к доходности инвестированного капитала.

Структура капитала и связанные с ней затраты на капитал – это затраты на отдельные источники капитала компании, взвешенные на долю источника в структуре капитала компании. В общем случае формула определения затрат на капитал имеет вид:

*WACC = [(1 – Т) Сb Wb + Сe · We + Ср Wp]*

где

*Сe* – требуемая норма доходности по обыкновенным акциям;

*Ср* – требуемая норма доходности по привилегированным акциям;

*Сb* – доходность заемного капитала;

*Wb* – удельный вес заемного капитала;

*We* – удельный вес обыкновенных акций;

*Wp* – удельный вес привилегированных акций;

*Т* – ставка корпоративного налога на прибыль.

Необходимо отметить, что в России нельзя применять данную формулу без специальных корректировок, учитывающих особенности развития страны. В приведенной выше формуле предполагается, что компания, в интересах которой происходит оценка стоимости, имеет возможность все расходы по процентным платежам по заемным средствам относить на себестоимость и таким образом уменьшать налогооблагаемую базу по уплате налога на прибыль. На себестоимость в соответствии с действующим законодательством можно относить процентные платежи по кредитам в рублях в размере ставки рефинансирования Центрального банка РФ плюс 3% годовых банковской маржи. В полном объеме можно относить на себестоимость процентные или купонные платежи по выпущенным корпоративным облигациям, имеющим биржевой листинг.

Описанная выше практика регулирования не встречается в странах с развитой экономикой, однако в России в ближайшие годы вопрос о ее изменении и приведении данной практики в соответствие с традициями стран Европейского Союза вряд ли будет решен. Здесь приходится опять столкнуться с особенностями России в вопросе корпоративной философии. Если высший менеджмент американской компании будет для минимизации налоговых платежей искусственно завышать уровень процентной ставки по полученным кредитам, то это приведет к тому, что акционеры получат меньшее значение показателя чистой прибыли в расчете на одну обыкновенную акцию. Как следствие, акционеры, получив более низкий размер дивидендов, все свое недовольство направят на высший менеджмент компании, как результат – на собрании акционеров по итогам года может быть принято решение о смене руководства компании.

Таким образом, налоговые органы и акционеры компании являются союзниками в вопросе о недопущении чрезмерных, так как называемых «неестественных», расходов корпораций. В таких условиях необходимость в государственном регулировании порядка отнесения на себестоимость процентных платежей по кредитам, полученным предприятием, не является актуальной.

Иная традиция сложилась в России. В нашей стране акционеры и высшее руководство компании в большинстве случаев являются не просто союзниками, а одной и той же группой заинтересованных лиц. На достаточно большом числе отечественных акционерных компаний руководство распоряжается контрольным пакетом акций. В дополнение к этому на многих российских предприятиях контрольный пакет акций принадлежит группе владельцев, в интересах которой и происходит управление. В качестве примера можно отметить ОАО «Сибнефть», Нижнетагильский металлургический комбинат и др.

В результате интересы руководства по завышению процентных платежей по кредитам и минимизации величины налогооблагаемой прибыли полностью совпадают. В таких условиях у государственных органов нет иного способа борьбы с возникновением «неестественных» расходов, кроме подробной регламентации порядка отнесения на себестоимость всех видов расходов.

В России при использовании формулы средневзвешенных расходов на капитал необходимо слагаемое *D* (заемный капитал) представить как сумму *D1* (заемный капитал, процентные платежи по которому относятся на себестоимость) и *D2* (заемный капитал, процентные платежи по которому не относятся на себестоимость). Общая формула приобретет следующий вид:

*WACC' = [(1 – Т) Сb D1 + СbD2 Ce De + Ср Dp] / (D + P + E)*

где

*Ce* – требуемая норма доходности по обыкновенным акциям;

*Ср* – требуемая норма доходности по привилегированным акциям;

*Сb* – доходность заемного капитала;

*D* – сумма заемного капитала (D = Dl + D2);

*D1* – заемный капитал, процентные платежи по которому относятся на себестоимость;

*D2* – заемный капитал, процентные платежи по которому не относятся на себестоимость;

*Е* – стоимость обыкновенных акций;

*Р* – стоимость привилегированных акций;

*Т* – ставка корпоративного налога (в расчетах под ставкой корпоративного налога понимается совокупная налоговая ставка по всем видам налогов, которые компания платит с общего объема дохода от деятельности).

***Предельная (маржинальная) стоимость капитала*** (Marginal Cost of Capital, MCC) рассчитывается на основе прогнозных значений расходов, которые компания вынуждена будет понести для наращивания объема инвестиций при сложившихся условиях фондового рынка.

Поскольку источники собственных средств ограничены в объемах, то при реализации крупных проектов приходится рассчитывать на заемный капитал, что приводит к изменению структуры источников, заключающемуся в увеличении доли заемных средств, и повышению степени риска, ассоциируемого с данной компанией. Таким образом, предельная стоимость

капитала может оставаться постоянной, однако при достижении некоторого критического объема привлекаемых ресурсов, существенно изменяющего структуру источников, WACC, как правило, резко возрастает.

Условно можно считать, что в стабильно действующей коммерческой организации со сложившейся системой финансирования своей деятельности средневзвешенная стоимость капитала WACC остается, постоянной при некотором варьировании объема вовлекаемых в ходе инвестирования ресурсов, однако по достижении определенного предела она возрастает. Таким образом, предельная стоимость капитала является функцией объема вовлекаемых финансовых ресурсов, а соответствующий график имеет следующий вид (рис. 1).

Рис. 1. График предельной стоимости капитала (WCC)

**4. Влияние структуры капитала на стоимость фирмы**

Современная теория структуры капитала зародилась в 1958 г., когда профессора Франко Модильяни и Мертон Миллер, впоследствии (соответственно в 1985 и 1990 гг.) ставшими нобелевскими лауреатами по экономике, (далее ММ) опубликовали то, что было названо самой важной статьей из всего уже написанного по финансовым вопросам. Используя строго отобранный набор предпосылок, ММ доказывали, что, поскольку проценты на заемные средства вычитаются из налогов, стоимость компании все время растет в силу использования ею долговых обязательств, и что, следовательно, ее стоимость достигнет максимума, если компания будет финансироваться почти целиком за счет заемных средств. Их фундаментальное открытие получило название теоремы *Модильяни-Миллера*.

Согласно этой теореме при принятии определенных упрощающих предпосылок издержки финансирования деятельности предприятия (или его стоимость) не зависят от избранного способа привлечения средств – заимствование или эмиссия акций. По сути, это еще одна форма весьма распространенной в экономической науке аксиоматической формулы «бесплатных пирожных не бывает», согласно которой невозможно добиться значительных результатов за счет применения простых и дешевых приемов.

Предпосылки, необходимые для доказательства теоремы, включают отсутствие налогов и других форм прямого государственного воздействия, полноту информации для всех заинтересованных экономических агентов, а также нулевые издержки вследствие финансовых неурядиц и банкротств. В дальнейшем теория структуры капитала разрабатывается главным образом в направлении снятия этих допущений (в самом деле довольно нереалистичных – на это прямо указывали и сами авторы теоремы) с целью объяснения устойчивого преобладания различных форм финансирования в разных странах и отраслях хозяйства.

В частности, заимствование как способ финансирования намного больше распространено в Японии, Франции и Германии, чем, скажем, в США и Великобритании. Ряд фирм, среди которых авиакомпании и энергетические системы, традиционно выбирают высокий уровень финансового рычага (financial leverage), т.е. отношения заемных средств к собственным, тогда как фирмы, производящие лекарственные препараты и электронику, напротив, обычно мало используют долговое финансирование. Наконец, даже различные стадии цикла жизни предприятий характеризуются серьезными изменениями рычага, и типичная модель этих изменений также в значительной степени варьирует в разных странах. В России за последние пять лет соотношение заемных и собственных средств у большинства аграрных формирований заметно снизилось. Аграрным формированиям все сложнее брать кредиты и расплачиваться за них.

Кроме теории структуры капитала Модильяни-Миллера существует традиционный подход к этой проблеме. Он ориентирован на то, что цена капитала зависит от его структуры и что существует оптимальная структура капитала. Исследования показали, что с ростом доли заемных средств в общей сумме источников долгосрочного капитала цена собственного капитала постоянно увеличивается возрастающими темпами, а цена заемного капитала, оставаясь сначала практически неизменной, затем тоже начинает возрастать. Поскольку цена заемного капитала в среднем ниже, чем цена собственного капитала, возможно существование оптимальной структуры капитала, при которой цена авансированного капитала имеет минимальное значение, следовательно, цена предприятия будет максимальной.

*Цена авансированного капитала (АК)* отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал, т.е. его рентабельность, и рассчитывается по формуле

*n*

*АК = ∑ Цi Уi*

*i*

где *n* – количество источников средств;

*i* – порядковый номер источника;

*Цi* – цена *i*‑го источника средств;

*Уi* – удельный вес *i*‑го источника средств в общей структуре капитала.

Выделяют три источника капитала: отложенная прибыль (фонды собственных средств и нераспределенная прибыль); акционерный капитал; заемный капитал.

Рис. 1. Зависимость нормы прибыли на собственный капитал от операционной прибыли

Один из важных показателей использования капитала – норма прибыли. В случае использования заемных средств с ценой меньшей, чем норма прибыли на капитал, рентабельность собственного капитала возрастает по мере увеличения заемных средств. Изобразим графически данную зависимость (рис. 1).

По вертикали отразим отношение прибыли (П) к собственному капиталу (СК); по горизонтали – величину операционной прибыли (до уплаты процентов и налогов) (ОП). Изобразим две прямые: первая означает, что заемный капитал (ЗК) равен нулю, а вторая – ЗК> 0.

Предельная точка, которая характеризует выгодность наращивания заемных средств, определяется соотношением ОП = ВК, означающим, что операционная прибыль должна быть больше суммарных выплат по заемным средствам, рассчитанным по всему капиталу. Если операционная прибыль недостаточная, то выгоднее не привлекать заемные средства. И наоборот, если операционная прибыль больше предельного значения, то выгодно максимально использовать заемные средства. Рассмотрим факторы, воздействующие на норму прибыли: ожидание держателей акций, отдача инвестиций, возможная экономия мощностей, структура капитала и т. п.

*Ожидание держателей акций* – фактор, который требует от предприятия установления минимальной долгосрочной нормы прибыли, обеспечивающей держателям акций определенный доход. При установлении такой нормы необходимо принимать во внимание ряд моментов: потенциальные дивиденды и их влияние на возможность повышения стоимости капитала; элемент риска в бизнесе; величину дохода, которую держатели акций могли бы получить в другом месте от инвестиций при сравнимом риске.

Так, подавляющее большинство держателей акций не имеют ясного представления о текущих или потенциальных проблемах предприятия, в которое они вложили средства. Их надежды в отношении дохода почти всегда нереалистичны и завышены. Степень, до которой могут учитываться их ожидания, зависит от того, насколько сильно их воздействие на предприятие. Если держатели акций не удовлетворены, они могут просто продать их.

*Отдача от вложенного капитала, или доход на капитал*, – один из важнейших показателей результативности инвестиций. Очень сложно считать норму прибыли, исходя из данных одного года, поскольку реальные поступления от крупных капиталовложений обычно материализуются через длительное время. Чем более конкурентоспособна отрасль, тем больше давление на держателей акций в части инвестиций на обновление и модернизацию оборудования, исследования, обучение, инновации.

При осуществлении финансового планирования необходимо решить, каким образом определять стоимость капитала, принимаемого за базу для расчета, а также его приращение (выбытие). И вложенный капитал, и прибыль являются довольно субъективными понятиями из-за множества воздействующих на них факторов, которые подвергаются самой различной интерпретации. Большинство цифр, представленных в типовом бухгалтерском балансе, – лишь исходные данные, имеющие весьма слабое отношение к рыночной стоимости. Акции обычно оцениваются по рыночной стоимости даже при инфляции или росте цен; патенты, торговые марки и т. п. часто показываются только по номинальной стоимости. Таким образом, при составлении баланса придерживаются принципа консерватизма. Если цифры баланса изменяются для отражения текущих условий, отдача от капитала, выраженная в процентах, будет изменяться, но выраженная в абсолютном отношении, возможно, останется такой же.

Влияние структуры капитала уже рассматривалось выше. Необходимо отметить, что финансовая устойчивость прямо зависит от этого фактора. *Структура капитала* может способствовать или препятствовать усилиям предприятия по увеличению его активов. Она также может воздействовать на норму прибыли, поскольку компоненты прибыли с фиксированным процентом, выплачиваемые по долговым обязательствам, не зависят от прогнозируемого уровня финансовой активности. Если предприятие имеет высокую долю долговых выплат, возможны затруднения с поиском дополнительных ресурсов.

Считается аксиомой, что *структура капитала должна соответствовать виду деятельности и стратегии предприятия*. Соотношение заемных средств и рискового капитала должно быть таким, чтобы обеспечить акционерам удовлетворительную отдачу от инвестиций. Гибкость в изменении структуры капитала может быть необходимым элементом успеха. Обычно легче договориться о краткосрочных займах, чем о среднесрочных и долгосрочных. Краткосрочный капитал может обеспечить ожидаемые и неожидаемые колебания потока наличных, тогда как среднесрочный и долгосрочный капитал требуется в основном для длительных проектов.

Предпосылки ММ заключались в следующем:

1. На брокерские операции затраты не производятся.
2. Нет персональных налогов.
3. Инвесторы могут занимать под такие же проценты, как корпорации.
4. Инвесторы располагают такой же информацией, как управляющие, относительно будущих инвестиционных возможностей компании.
5. Все долговые обязательства компании безрисковые, независимо от того, какую долю заемных средств она использует.
6. Использование обязательств не влияет на ПДВПН.

Поскольку некоторые из этих посылок явно нереалистичны, позиция ММ лишь положила начало дискуссии.

Последующие исследователи и сами ММ расширили основную теорию, ослабив ограничения допущений. Другие ученые попытались проверить различные теоретические модели с помощью практических данных, чтобы посмотреть, как структура капитала влияет на цены акций и капитальные издержки. И теоретические, и практические результаты расширили наше понимание структуры капитала, но ни одно из этих исследований не принесло результатов, которые можно использовать, чтобы в точности определить оптимальную структуру капитала компании. Выводы из теоретических и практических исследований, проведенных до сих пор, выражены графически на рис. 1. Вот основные идеи этого рисунка.

1. Тот факт, что проценты относятся к расходам, подлежащим вычету из налогов, делает обязательства менее дорогостоящими, чем обычные или привилегированные акции. По существу, правительство оплачивает часть стоимости привлеченного капитала или, если сказать по-другому, долг обеспечивает налоговые льготы. В результате этого более значительная доля дохода компании от основной деятельности (ПДВПН) попадает в руки инвесторов, и поэтому чем больше заемных средств использует компания, тем выше ее стоимость и тем выше цена ее акций. Анализ ММ, построенный на предпосылках их оригинальной статьи, привел к выводу о том, что цена акций компании достигнет максимума, если она будет использовать практически 100% заемных средств. Кривая под названием «Чистый результат ММ» на рис. 1 показывает соотношение между ценой акций и обязательствами.

Рис. 1. Влияние левереджа на стоимость акций компании Б

1. Посылки ММ не выдерживают столкновения с реальным миром. Во-первых, процентные ставки растут по мере увеличения доли обязательств. Во-вторых, ПДВПН уменьшается при крайних мерах зависимости. В-третьих, ожидаемые налоговые ставки снижаются, снижается поэтому величина выгод от налоговых льгот. И, в-четвертых вероятность банкротства, которая сопровождается гонорарами адвокатам и другими издержками, повышается с увеличением доли долговых обязательств,
2. Есть какой-то пороговый уровень долга, обозначенный Д1 на рис. 1, ниже которого следствия, отмеченные в п. 2, теряют смысл. За пределами Д1, однако, затраты, связанные с банкротством, приобретают все большее значение, и они все быстрей уменьшают выгоды обязательств от налоговых льгот. В интервале между Д1 и Д2 издержки, связанные с банкротством, снижаются, но полностью не компенсируют налоговые льготы на заемные средства, поэтому цена акций компании повышается (правда, сокращающимися темпами) по мере увеличения доли долговых обязательств.
3. Однако за пределами Д2 издержки, связанные с банкротством, превышают выгоды от налоговых льгот, поэтому, начиная с этой точки, увеличение доли долга снижает стоимость акций. Следовательно, Д2 обозначает оптимальную структуру капитала.
4. Как теория, так и практические данные подтверждают сказанное выше. Однако сложности статистического анализа не позволяют исследователям указать точки Д1 и Д2 как для всех компаний вообще, так и для данной компании в частности.
5. Хотя теория и практика подтверждают общую форму кривых на рис. 1, этот график должен восприниматься как приближенный, а не как точно определенная функция.
6. Вероятно, самый тревожный аспект теории структуры капитала, изображенной на рис. 1, – это тот факт, что многие успешно действующие компании, такие, как «Ай-Би-Эм» и «Истмэк Кодак», используют меньшую долю заемных средств, чем предлагает теория. Однако это положение меняют поглощения и выкупы за кредит.