

Оглавление

Аннотация

Введение

Глава 1. Структура капитала

1.1 Разновидности капитала и их сущность

1.2 Зарождение теории структуры капитала

Глава 2. Взаимоотношение структуры капитала с различными финансовыми показателями

2.1 Современное понимание структуры капитала

2.2 Определение оптимальной структуры капитала

Глава 3. Влияние структуры капитала на стоимость компании

3.1 Описание исследования

3.2 Регрессионный анализ

3.3 Рекомендации

Заключение

Список использованных источников

Аннотация

На сегодняшний день корпорации являются одной из самых быстро развивающихся форм организации бизнеса. Рынок же, тем временем, растет изо дня в день.

Корпорации занимают внушительную долю мирового рынка, помимо них мы наблюдаем холдинги, ООО, товарищества и многие другие типы коммерческих структур. Даже внутри определённого типа организации компании отличаются друг от друга: сектором, размером, формой управления, отношением к созданию дохода и даже маркетинговыми стратегиями, которые они применяют. Тем не менее, в отношении финансового менеджмента и управления активами, среди всех корпораций без исключения распространены конкретные методики и их множественные вариации. Активы порождают множество непростых вопросов, на которые ученые пытаются ответить еще с момента возникновения концепции капитала. Структура капитала в общих чертах представляет собой способ

финансирования операционной деятельности компании и ее роста. Финансовые менеджеры, аналитики, инвесторы и другие агенты заинтересованы в создании стабильного и управляемого роста компании, который гарантированно приносит пользу в долгосрочном периоде. Именно поэтому вопрос корреляции между структурой капитала и стоимостью компании привлек широкое внимание финансовой общественности. Эта работа будет посвящена структурному анализу вопроса, а также формированию новых точек зрения на взаимоотношение структуры капитала и стоимости компании.

Nowadays corporation is one of the most vibrant and expansive form of business organization. Market is, undoubtedly, growing bigger every day. Corporations occupy quite a sufficient part of the world market. Now we can see public corporations, holdings, LLCs and many others. Each type of corporation evolves in ways we can not fully grasp yet. All of them are different from each other in a certain way: corporations can be divided by sector, size, management form, relation to generating revenue or even marketing technique they use. Nevertheless, when it comes to financial management and assets, there are particular strategies or their combinations which we can see in any existing corporation in the world. Assets bring lots of new questions up for consideration that people have been trying to answer since the first day the concept of capital was introduced. Capital structure actually represents the way company finances its operational activity and growth. Financial managers, analysts, investors pay their utmost attention to a question of controlled and continuous growth of the company that benefits everyone in a long-term period. That is why the question of relation between the capital structure and the enterprise value achieved a certain degree of interest from all those, who involved with corporations. This work is going to be dedicated to finding a deep understanding of this matter and creating some new perspectives on it.

Keywords: corporation, capital structure, enterprise value.

Введение

Корпоративный мир существенно изменился с момента его возникновения. На смену устаревшим бизнес-стандартам приходят новые, а некоторые мерилa успеха компании и вовсе исчезают в неизвестности. Явной причиной подобных изменений можно считать глобализацию, которая проникает во все аспекты жизнедеятельности человека. Но в общем и целом смешение знаний и навыков порождает прогресс, который видоизменяет индустрии и делает мир лучше. Но главным фактором прогресса любой организации по-прежнему остается финансовая деятельность, которая порой невероятно емко может сформировать весь портрет компании. Вся эта деятельность описывается с помощью формулировок и цифр в определенных документах. Великое финансовое искусство позволяет извлекать большую пользу из порой бессмысленной и совершенно несвязанной информации. В этом ему помогают различные финансовые показатели, связывающие внутренние элементы отчетности компании. На сегодняшний момент существует великое множество финансовых показателей, каждый из которых посвящен определенному аспекту деятельности компании. Одни позволяют оценить эффективность работы организации, в то время как другие способны определить ее устойчивость в долгосрочном периоде.

В данной работе будут затрагиваться различные показатели финансовой деятельности компании, но в центре внимания будет находиться лишь один - структура капитала. Имея неоднозначную репутацию в академическом мире, в основном вызванную противоречивостью некоторых исследований, связанных с этой концепцией, структура капитала компании породила множество вопросов, ответить на которые в полной мере до сих пор не удалось. Именно поэтому объектом данного исследования будет явление, связанное с одним из таких вопросов, а именно влияние структуры капитала на стоимость компании. А предмет - степень ее влияния. Для того чтобы ответить на столь определенный исследовательский вопрос о степени влияния структуры капитала на стоимость компании, необходимо выполнить следующие задачи:

1. Детально изучить литературу, посвященную структуре капитала;
2. Исследовать работы об их возможной корреляции и в частности влияния структуры капитала на стоимость компании;
3. Сформировать исследовательскую выборку;
4. Провести регрессионный анализ этой на выборки, включающий аспект влияния структуры капитала на стоимость компании;
5. Дать соответствующую интерпретацию полученных результатов;
6. Сформировать ряд рекомендаций на основе сформулированных выводов.

В первой главе будет рассматриваться структура капитала как единый организм внутри компании. Благодаря небольшому экскурсу в историю можно будет сформировать четкое понимание отношения экономического мира к данной концепции, что тем или иным образом оставило след на современном понимании структуры капитала.

Вторая глава, добавит в уравнение несколько финансовых показателей, которые расширят спектр понимания концепции соотношения различных форм капитала в современных бизнес-условиях. Также, будут затронуты теоретические обоснования взаимосвязи стоимости компании и структуры капитала, что сможет пролить свет на эту довольно неоднозначную корреляцию.

В третьей, финальной, главе будет описываться регрессионный анализ, затрагивающий влияние структуры капитала на стоимость компании, в котором простым научным путем будет установлено, действительно ли вышеупомянутое влияние настолько сильное, что нуждается в дополнительном внимании.

Глава 1. Структура капитала

1.1 Разновидности капитала и их сущность

Выделяют два типа капитала - заемный и собственный. На первый взгляд это выглядит весьма просто и не вызывает никаких дополнительных вопросов. Однако, концепция усложняется в связи с широким спектром финансовых источников, позволяющих сформировать этот самый капитал. В этом разделе уделяется внимание характеристике каждого из двух типов финансирования, которая позволит получить представление об их специфике.

Несмотря на то, что различие между долгом и собственным капиталом часто рассматривается в рамках акций и облигаций, их истинное различие лежит в природе

денежных потоков, характерных каждому виду финансирования. Во-первых, долг порождает определенный контрактный набор денежных потоков, связанный с выплатой процентов, в то время как собственный капитал предполагает остаточные денежные потоки, допустимые непосредственно после удовлетворения всех остальных обязательств компании. Этот аспект считается фундаментальным различием между двумя типами финансирования, тем не менее, существует ряд других отличий, частично возникших в результате множественных преобразований налоговой системы, но по большей мере вследствие развития финансовой теории. Второе отличие заключается в приоритетном праве долга относительно денежных потоков, приуроченных выплатам по займу, а также в отношении активов в случае ликвидации фирмы. В-третьих, налоговая система в основном была более благосклонна к расходам по выплате процентов, чем к расходам на дивиденды или иные денежные потоки, связанные с собственным капиталом. Также важно отметить, что акционеры по природе своего отношения к остаточным денежным потокам, как правило, осуществляют контроль над менеджментом компании, в то время как кредиторы не имеют никакой причастности к осуществляемым финансовым процессам.

Таким образом, к заемному капиталу относятся все источники финансирования, которые имеют договорную природу обязательств, имеющих приоритет в отношении денежных потоков во всех отчетных периодах компании, а также не предусматривают наделение владельца управляющими полномочиями над менеджментом компании. Под собственным капиталом понимаются все источники финансирования, предполагающие права на остаточные денежные потоки компании, а также гарантирующие некоторые полномочия в управлении менеджментом компании. Разберем каждую из форм капитала подробнее.

Несмотря на то, что многие считают акции единственным способом формирования собственного капитала, существует ряд других, зависящих частично от организационно-правовой формы предприятия, а частично от роста и степени вовлеченного риска. Частные компании, в отличие от публичных, ограничены в выборе источников формирования собственного капитала из-за недоступности некоторых инструментов его привлечения. Публичные компании, имея доступ к рынкам капитала, получают возможность воспользоваться всем спектром источников финансирования:

- **Личный капитал.** Даже самые крупные в мире корпорации начинали в качестве с малого, используя капитал одного или нескольких человек для обеспечения деятельности компании. Эти базовые инвестиции принято называть личным капиталом, который как раз закладывает финансовый фундамент для всей будущей деятельности фирмы.
- **Венчурный капитал или частный капитал.** Мелкие бизнесы на разных этапах своего существования сталкиваются с ограничениями в финансировании, когда у владельца недостаточно средств чтобы покрыть вложения или поддерживать рост. Решить данную проблему может венчурный капиталист или частный инвестор, предоставив средства для развития организации в обмен на долю в компании.

· Выпуск акций. Одним из самых распространённых и, наверное, традиционных инструментов привлечения собственного капитала считаются акции, которые выпускаются на рынок по цене, которую он готов за них заплатить. Для новых компаний, цена рассчитывается компетентным органом на основе ряда показателей фирмы и называется ценой предложения. Для устоявшихся на рынке компаний, цена каждой дополнительно выпущенной акции равна текущей рыночной цене акций компании. В некоторых случаях все акции равнозначны и приносят владельцу пропорциональные доли обязательных денежных потоков (дивидендов), а также прав голосования. Но в большинстве случаев акции разделены на категории с разной величиной выплачиваемых дивидендов и соответственно различными правами голосования. Акции представляют собой наиболее популярный инструмент привлечения собственного капитала, поскольку их финансовые характеристики легко понять и проанализировать.

· Выпуск купонов. Последние несколько лет фирмы стали искать альтернативу акциям. Одна такая альтернатива успешно используется небольшими компаниями для привлечения собственного капитала. Купон позволяет купить акции компании по фиксированной цене когда-нибудь в будущем в обмен на предварительную оплату купонов. Так как стоимость купона основывается на цене основных акций, его тоже следует считать одной из форм собственного капитала.

Существует несколько причин по которым фирма может выбрать купоны вместо акций в качестве инструмента привлечения собственного капитала. Во-первых, стоимость купона соотносится с волатильностью основных акций, соответственно - чем выше волатильность, тем выше стоимость купона. Степень, с которой рынок переоценивает рискованность компании, прямо пропорциональна выгоде от купонов. Во-вторых, купоны не рождают никаких финансовых обязательств в момент их эмиссии. Именно поэтому выпуск купонов является хорошим инструментом формирования собственного капитала для компаний с высоким потенциалом роста, особенно в случае нулевых или отрицательных денежных потоков. В-третьих, купоны облегчают жизнь финансовых менеджеров, испытывающих чрезмерную чувствительность к вопросу размытия долей, вызванному эмиссией акций, поскольку, в отличие от акции, купоны сразу не создают новых долей при этом позволяют использовать полученный капитал.

Помимо всех вышеперечисленных источников формирования собственного капитала, существуют права на условные ценности (Contingent Value Rights, CVR), предоставляющие инвестору возможность продавать акции по фиксированной цене. Инвестор вправе вычислить стоимость акций исходя из их волатильности, тем самым оградить себя от возможных потерь. Права наделённые CVR схожи с правами, которые предоставляют опционы. Однако, существует два важных отличия между CVR и опционами. Во-первых, выручка от продажи прав на условные ценности идет в компанию, а в случае с опционами - выручка идет частному лицу. Вторым важным отличием является то, что права на условные ценности имеют более долгосрочный характер.

Фирма может выбрать выпуск прав на условные ценности по нескольким причинам.

Самой очевидной из по праву считается убеждение компании в том, что она существенно недооценена рынком. Предложение прав на условные ценности сигнализирует рынку об убеждении в неоцененности, запуская соответствующие процессы для повторного анализа. Также права на условные ценности полезны компаниям, волатильность которых переоценена рынком, а цена отражает переоцененную волатильность. И наконец, присутствие прав на условные ценности может побудить новых инвесторов приобрести акции компании.

Явной альтернативой собственному капиталу является заемный капитал. Заемные средства предполагают обязательства относительно создания фиксированных денежных потоков, наделяя кредитора приоритетом в получении выплат в случае финансовых проблем компании-должника. Выделяют следующие источники формирования заемного капитала: банковский кредит, выпуск облигаций и лизинг.

Банковский кредит. Исторически, первоначальным источником заемных средств для всех частных компаний являлись и множества публичных компаний были банки, требующие проценты по займу, которые соответствуют определяемому уровню рискованности фирмы. Банковский кредит наделяет должника рядом преимуществ. Начнем с того, что кредит может быть использован для привлечения сравнительно небольшой суммы денежных средств. Во-вторых, если компания не обладает особой известностью, банковский кредит предлагает удобный механизм сбора информации о компании и оценки ее внутренних процессов для принятия решения о целесообразности выдачи займа. В вопросах документации процесс привлечения финансирования с помощью кредита значительно проще выпуска облигаций.

Помимо предложения долгосрочного и краткосрочного характера займов, банки нередко предлагают гибкий вариант займа для удовлетворения непредвиденных или сезонных финансовых нужд компании. Этот вариант называется кредитным лимитом, который фирма может задействовать исключительно в случае необходимости финансирования. Как правило, кредитный лимит уточняет сумму доступного займа, которая связывает процент по кредиту с рыночной величиной процента. Главным преимуществом кредитного лимита считается возможность получения фирмой доступа к денежным средствам без необходимости выплачивать процент, если средства не были использованы. В большинстве случаев, фирма обязана поддерживать компенсирующий остаток, на который она либо совсем не получит процента, либо получит процент существенно ниже рыночного.

Выпуск облигаций. Для более крупных компаний, торгующихся на рынке, альтернативой банковскому займу будет выпуск облигаций. В финансовом понимании, выпуск облигаций наделяют эти компании рядом преимуществ. Во-первых, облигации предполагают более выгодные финансовые условия, чем эквивалентный банковский заем, поскольку риск разделяется между большим количеством инвесторов. Во-вторых, облигации предусматривают включение дополнительных опций, которые не может предложить банковский заем. Например, облигации могут быть преобразованы в акции или в более ценные облигации. При выборе инструмента привлечения заемных средств, компаниям приходится совершать различный выбор, включая характер займа (долгосрочный или

краткосрочный), а также определить тип выплачиваемого процента, который может быть не только фиксированным, но и еще привязанным к рыночной величине процента. Помимо всего прочего, необходимо выбрать степень защищенности облигаций, а также принцип выплаты долга.

Лизинг. Фирмы часто одалживают деньги для получения необходимого им актива. Они могут добиться своей цели иным образом, а именно арендуя непосредственно сам актив. В обмен на актив фирма обязуется выплачивать фиксированную сумму денежных средств за права использовать данный актив. Эти платежи частично или полностью подвержены налогообложению, в зависимости от того, как он фиксируется в бухгалтерии. Неспособность выплачивать лизинговые платежи может привести к необратимым последствиям для компании, вплоть до банкротства.

Лизинговое соглашение может быть классифицировано как операционный лизинг или как капитальный лизинг. Операционный лизинг подразумевает, что его срок будет короче срока использования актива, а приведенная стоимость лизинговых платежей, как правило, существенно ниже реальной стоимости актива. В конце периода лизинга актив возвращается к владельцу, который либо предлагает арендатору его выкупить, либо отдает в аренду кому-нибудь другому. Арендатор имеет право при желании отменить лизинг и вернуть актив обратно владельцу. Таким образом, право владения остается у лизингодателя, минимизируя ответственность арендатора в случае последующей неисправности актива. Срок капитального лизинга обычно равен сроку использования актива, приведенная стоимость платежей по которому соответствует стоимости актива. Капитальный лизинг, как правило, невозможно прекратить, а также предполагает возобновление соглашения по меньшей ставке или приобретение актива по выгодной для лизингополучателя цене. В большинстве случаев, лизингодатель не имеет никаких обязательств относительно оплаты страховки или налога на актив, перекладывая эту ответственность на арендатора. Лизингополучатель впоследствии уменьшает лизинговые платежи, получая так называемый чистый лизинг. Капитальный лизинг возлагает на плечи арендатора существенный риск в случае потери активом товарного вида или его полной работоспособности. Несмотря на то, что различия между операционным и финансовым лизингом вполне очевидны, некоторые договоренности не подпадают не под одну из категорий, в некотором смысле объединяя характеристики обоих типов. Такой вид лизинга называется комбинированным. Также, если лизинг характеризуется как операционный, то он относится к внебалансовым долгам, основываясь на текущих бухгалтерских положениях и может выставить фирмы, которые его используют, более безопасными для невнимательного аналитика. Если фирма предпочитает лизинг займу, то выбор становится преимущественно финансовым. Операционный лизинг предполагает лизинговые обязательства, которые подвергаются налоговым вычетам. Приведенная стоимость этих после налоговых обязательств должна быть сопоставлена с приведенной стоимостью после налоговых денежных потоков, которые бы возникли в случае привлечения компанией заемных средств для приобретения соответствующего актива. Денежные потоки от заимствования и

покупки актива после выплаты налогов должны включать в себя не только проценты и основные платежи по долгу, но и налоговые выгоды от амортизации вследствие владения активом, а также ожидаемая стоимость актива в конце операций.

Помимо всех вышеперечисленных источников формирования капитала, существует несколько таких, которые невозможно полностью отнести к заемному или собственному капиталу, поскольку они вбирают в себя характеристики обеих форм капитала, посему и называются гибридными источниками. К ним можно отнести конвертируемый долг, привилегированные акции и облигации опционного типа. Конвертируемый долг. Под конвертируемой облигацией понимается облигация с определенной долей, по усмотрению держателя. Конвертация становится более привлекательной в момент роста акций компании. Фирмы в основном наделяют облигации способностью быть конвертированными с целью понижения их процента. Классическая конвертируемая облигация позволяет владельцу обменять ее на определенную долю акций компании. Коэффициент конверсии измеряет размер доли акций, на которую можно обменять каждую из облигаций. Иными словами, рыночная конверсионная стоимость определяется текущей стоимостью акций, на которые можно обменять определенную конвертируемую облигацию.

Привилегированные акции представляют собой еще один гибридный инструмент привлечения капитала, имеющий характеристики заемного и собственного капитала. Идентично долгу, привилегированные акции предполагают фиксированные денежные потоки, в случае невозможности выплаты, дивиденды суммируются и выплачиваются в более благоприятный момент времени. Аналогично кредиторам, привилегированные акционеры не имеют доли в компании, а их привилегированные права голосования ограничиваются вопросами, связанными с обязательствами фирмы касательно выплаты им дивидендов. Аналогично собственному капиталу, платежи привилегированным акционерам не подвергаются налоговым вычетам и выплачиваются из прибыли после налогообложения. Несмотря на то, что некоторые бухгалтеры и рейтинговые агентства продолжают считать привилегированные акции собственным капиталом, можно с ними поспорить, учитывая фиксированные обязательства, схожие с обязательствами по долгу. В отличие от конвертируемого долга, который можно условно разделить на элементы собственного и заемного капитала, привилегированные акции нельзя полностью отнести к заемному капиталу поскольку привилегированные дивиденды не подвергаются налоговым вычетам, а также нельзя полностью отнести к собственному из-за несоответствующего характера денежных потоков. Таким образом, данный источник финансирования формирует третий компонент структуры капитала, который охотно используется в анализе финансовой деятельности компании и оценке стоимости ее капитала.

В последние годы, фирмы по достоинству оценили комбинирование опционов и облигаций с целью создания облигаций, более подходящих для конкретных нужд компании. Главным преимуществом этого источника финансирования считается высокая степень кастомизации, позволяющая компании регулировать денежные

потоки от облигации, минимизируя риски фирмы.

Итак, публичным компаниям предоставляется широкий спектр источников финансирования, каждый из которых формирует желаемый тип капитала. Именно это многообразие порождает различное поведение в отношении финансирования. Непосредственно на данном этапе изучения капитала необходимо ввести еще два важных понятия, связанных с финансированием, а именно разделение финансирования на внешнее и внутреннее. Все, что было перечислено выше, очевидно, направлено на привлечение стороннего капитала, а соответственно относится к внешнему финансированию. Помимо этого существует внутреннее финансирование, представленное денежными потоками, которые генерируются непосредственно активами компании. Некоторые компании удовлетворяют свои финансовые нужды исключительно за счет денежных потоков от имеющихся активов.

Фирма может отдавать свое предпочтение внутреннему или внешнему финансированию по ряду причин. Для частных компаний получение внешнего финансирования зачастую представляет определенные трудности и, более того, ассоциируется с существенной потерей контроля в результате продажи долей в компании. Публичным компаниям определенно проще привлекать финансирование извне, но все же дорого по причине высоких расходов на выпуск ценных бумаг. Внутреннее же финансирование помогает избежать высоких транзакционных издержек и потери контроля над компанией. Структура капитала стоимость компания Несмотря на очевидные преимущества, внутреннее финансирование обладает множеством недостатков, ограничивающих полноценное финансирование всех возникающих проектов. Во-первых, внутренний и внешний собственный капитал имеют одинаковую стоимость, до учета транзакционных издержек, что говорит о равнозначности требований, предъявляемых к проектам с разной степенью рискованности (риск полностью потерять внутренний собственный капитал представляет особую угрозу операционным процессам, финансируемым преимущественно за счет внутренних денежных потоков). Во-вторых, капитал сформированный за счет внутренних источников финансирования явно ограничен размером их денежных потоков и этого может быть недостаточно для финансирования масштабных проектов. В-третьих, отсутствие ново привлеченного акционерного капитала может сформировать у менеджеров некорректное мнение о том, что цена акций больше не влияет на вероятность получения финансирования, в то время как понижение цен на акции может негативно сказаться на желании текущих акционеров реинвестировать их денежные потоки.

Фирма растет и укрепляется на рынке. Денежные потоки увеличиваются вместе с ними и, в большинстве случаев, стоимость компании. Компания может менять свое отношение к рискам и неопределенности. Все возможные изменения будут отражаться на выборе источников финансирования. Для более глубокого понимания отношения фирмы к капиталу, стоит также рассмотреть основные стадии развития компании, которые влияют на ее политику финансирования, а именно: зарождение, расширение, высокий рост, зрелый рост и падение.

Стадия зарождения представляет собой стадию развития непосредственно после начала деятельности компании. В большинстве случаев это частная компания, финансируемая за счет личного капитала и возможно банковского займа. Компания будет ограничена в финансовых действиях и будет нацелена на привлечение клиентов, а также в занятии устойчивого положения на рынке.

На этапе расширения, фирма, добившись успеха в привлечении клиентов и заявив о себе на рынке, почувствует необходимость в дополнительном финансировании, которая будет целиком и полностью связана с намерением увеличить размер бизнеса. Вероятность генерации больших денежных потоков на данном этапе крайне мала, а финансовые нужды будут продолжать увеличиваться, в связи с чем станет вопрос о привлечении внешнего финансирования от частных инвесторов или венчурных капиталистов. Некоторые компании прибегнут к иной стратегии, а именно, приобретут статус публичной компании, что позволит им привлечь собственный капитал за счет выпуска акций.

С изменением статуса компании, увеличивается количество доступных источников финансирования. Несмотря на быстрый рост доходов компании, внутренних денежных потоков ей по-прежнему недостаточно. На данном этапе фирма будет выбирать среди источников формирования собственного капитала, описанных ранее. Если же она все-таки приняла решение о привлечении заемного капитала, вероятнее всего выбор будет сделан в пользу конвертируемого долга.

На следующей стадии рост начинает стабилизироваться, приобретая более "зрелый" характер. Пожиная плоды ранее совершенных инвестиций, компания будет испытывать меньшую необходимость в инвестициях для новых проектов. Это повлечет за собой увеличение доли внутреннего финансирования в общем финансировании, а также изменение источника внешнего финансирования. Фирмы будут склоняться к привлечению заемного капитала путем кредита или выпуска облигаций для возникающих финансовых нужд.

Последняя стадия данного корпоративного цикла называется падением и выражен понижением доходов и прибылей компании в связи с появлением новых игроков на рынке и соответствующим ужесточением конкуренции. Существующие инвестиции вероятнее всего продолжают генерировать денежные потоки, правда в более замедленном ритме, однако, необходимость компании в дополнительных инвестициях существенно уменьшится. Таким образом, скорее будет нуждаться в реинвестировании внутренне сгенерированного капитала. Фирма вряд ли будет осуществлять новый выпуск акций и облигаций, скорее сконцентрируется на погашении имеющегося долга и выкупе акций. В некотором смысле, компания будет заниматься планомерной самоликвидацией.

Далеко не все фирмы проходят эти пять стадий, а также далеко не все имеют одинаковый выбор в отношении источников финансирования. Во-первых, множество компаний вообще не доходят до второй стадии. Из великого множества бизнесов, запускаемых каждый год предпринимателями, лишь малая доля выживает, более того, большая часть из них так и остаются маленькими компаниями без особых потенциалов роста. Также важно понимать, что далеко не все успешные частные

компании становятся публичными. Во-вторых, существуют фирмы, имеющие высокие показатели роста, которые довольствуются внутренним финансированием, которого оказывается достаточно для удовлетворения всех финансовых нужд компании. Иногда быстро развивающиеся фирмы привлекают заемный капитал, а медленно развивающиеся - собственный. Иными словами, находится множество исключений, однако, модель жизненного цикла роста компаний предоставляет полезный инструмент, позволяющий объяснить образ мышления различных фирм, а также определить причины несоответствия рекомендуемым подходам к привлечению финансирования. Важно понимать, что данная модель демонстрирует выбор источников финансирования на разных стадиях роста в рамках заемного и собственного капитала, но совершенно не учитывает две важные вещи: чем обоснован выбор формы капитала и какой характер долга (долгосрочный или краткосрочный) наиболее подходит той или иной фирме. Это связано со спецификой активов, которыми владеет компания, а также денежными потоками, которые они генерируют. Этот аспект будет рассмотрен в заключительном разделе этой главы.

1.2 Зарождение теории структуры капитала

Сама концепция структуры капитала существует не так давно, по сравнению с другими финансовыми понятиями. Современная теория структуры капитала появилась в 1958 году [3], когда два выдающихся экономиста Франко Модильяни и Мертон Миллер, Нобелевские лауреаты по экономике, опубликовали свою теорию структуры капитала, позже названную теорией Модильяни и Миллера (далее ММ), которая привлекла всеобщее внимание к проблемам финансирования. ММ сумели доказать отсутствие влияния структуры капитала на стоимость компании. Иными словами, стоимость компании не будет меняться независимо от выбранных источников финансирования. Однако, стоит принять во внимание тот факт, что ММ основывались на нескольких крайне серьезных, с экономической точки зрения, допущениях, в числе которых были следующие:

- На рынке не существует трансакционных издержек;
- Отсутствуют корпоративные налоги;
- Частные инвесторы не ограничены в заемном финансировании, при чем по ставкам идентичным ставкам корпораций;
- Рынок функционирует в рамках симметрии информации;
- Отсутствуют затраты на банкротство;
- Использование заемных средств не оказывает никакого влияния на EBIT (прибыль до уплаты процентов и налогов).

Несмотря на то, что большинство из вышеперечисленных допущений явно не соответствуют действительности, вывод ММ относительно отсутствия связи между структурой капитала и стоимостью компании послужил важным толчком для развития теории структуры капитала. Четко обозначив условия, при которых структура капитала не играет никакой роли, ММ тем самым предоставили нам ключи к пониманию обстоятельств, при которых структура капитала обретает влияние на стоимость компании. Сама теория ММ стала отличным подспорьем для последующих исследований связи между стоимостью компании и структурой капитала, которые, в

той или иной степени ослабляли имеющиеся допущения с целью формирования более реалистичной теории структуры капитала.

1963 год ознаменовался еще одной публикацией прославленного тандема экономистов ММ [3], в которой они исключили допущение об отсутствии налога на прибыль. Работа в основном была посвящена мотивации корпораций к использованию заемного капитала в своей структуре, вызванной возможностью тем самым существенно уменьшить налоговые выплаты компании. Таким образом, ММ продемонстрировали, что в случае если все их прочие допущения остаются в силе, множественная интерпретация процентов и дивидендов призывает осуществлять полное финансирование за счет заемных средств в любой отдельно взятой ситуации. Тем не менее, спустя несколько лет Мертон Миллер видоизменил этот вывод [30], приняв во внимание неравенство налоговых ставок на держание акций инвесторами и доходы от кредитования фирм. В результате Миллер установил, что хоть и возможность вычета процентов из налогооблагаемой прибыли вызывает у компании желание использовать заемные средства, в определенной трактовке доход от акций становится более привлекательным, подталкивая использовать финансирование за счет акционерного капитала. Проблематика данной дихотомии на практике заключается в сложности сравнения эффективности этих методов. Именно поэтому мнения разделились, создав два абсолютно разных подхода к использованию структуры капитала.

Не стоит забывать и о том, что теория ММ также предполагает отсутствие издержек, связанных с банкротством, что весьма далеко от реального положения вещей. Банкротство обуславливает множество издержек разного характера, в частности оплата судебных расходов. Также, банкротство вынуждает компанию осуществлять ликвидацию активов или продавать их значительно дешевле стоимости приобретения. Важно понимать, что подобные проблемы могут быть вызваны даже угрозой банкротства, а не только банкротством как таковым. Проблемы, связанные с банкротством, в большинстве случаев порождаются наличием чересчур большой доли заемных средств. Таким образом, боязнь издержек банкротства предотвращает чрезмерное использование заемного капитала.

Все вышеупомянутые аргументы легли в основу небезызвестной теории компромисса (trade-off theory), в которой говорится о некоем рычаге с помощью которого компаниям удастся достигнуть компромисса между преимуществами заемного финансирования и ростом стоимости капитала, и издержками банкротства. Смысл данной теории заключается в том, что из-за эффекта налогового щита (уменьшения размера налоговых обязательств компании, обусловленное ростом затрат, вычитаемых из налогооблагаемого дохода), возникающего вследствие использования заемных средств, компания получает возможность оставлять большую часть операционной прибыли в распоряжении инвесторов. Что по сути является первым доказательством влияния структуры капитала на стоимость компании. Более того, взаимодействие всех исследуемых параметров в компромиссной теории позволяет сделать несколько поверхностных выводов об оптимальной структуре капитала.

Однако, существует альтернативная точка зрения на использование разных видов капитала. Она детально изложена в сигнальной теории, основанной на анализе деятельности крупных преуспевающих компаний, использующих структуру капитала отличную от той, что изложена в теории компромисса. Такое различие обосновано исключением еще одного допущения ММ, а именно симметричной информации. Дело в том, что в действительности менеджеры нередко лучше осведомлены о положении компании, чем сторонние инвесторы, демонстрируя асимметрию информации. Это явление порождает иную интерпретацию действий компании. Так, например, эмиссия акций будет ассоциироваться с неблагоприятной ситуацией в компании и соответствующим желанием разделить потери текущих акционеров. В то время как увеличение доли заемного капитала будет сигнализировать о четком видении хороших перспектив и нежелании разделять успех компании с новыми участниками. Вся теория сводится к концепции резервного заемного потенциала, которая призвана обеспечивать оптимальную структуру капитала, лишая крупные развивающиеся компании необходимости в принятии неосторожных решений относительно изменения структуры капитала.

Глава 2. Взаимоотношение структуры капитала с различными финансовыми показателями

2.1 Современное понимание структуры капитала

Теория структуры капитала планомерно эволюционировала, обрастая новыми дополнениями и показателями. Первичные представления о капитале укоренились, создавая некий фундамент для понимания концепции его возможной структуры, о которой пойдет речь далее.

Рассмотрим капитал с точки зрения предприятия, что объяснит нам мотивы заинтересованности компании в выборе структуры капитала. В определенный момент времени компания будет рассматривать перспективу расширения деятельности. Для этого ей понадобятся дополнительные денежные средства, некий капитал, который может быть привлечен в форме заемных средств или собственного капитала. Преимущество заемных средств заключается в создании эффекта налогового щита, а также в отсутствии необходимости выплачивать заемщикам доход прямо пропорциональный успеху компании. Тем не менее, у заемных средств есть ряд недостатков, главным из которых можно считать существование взаимосвязи между коэффициентом задолженности и стоимостью заемного капитала для компании, что в некоторых случаях представляет высокий риск для финансового положения компании. В связи с этим, компании с неустойчивыми операционными потоками стараются избегать чрезмерного использования заемных средств. В то время как компании с более стабильными бизнес-процессами имеют большую свободу в привлечении заемного капитала.

Подобная неоднозначность вызывает множество вопросов, связанных с выбором источника финансирования и последующим определением правильного соотношения двух разновидностей капитала. Возникает вопрос о выборе одного конкретного источника или же их сочетания. Однако, сложность заключается в отсутствии четкого представления об оптимальной структуре капитала.

Немаловажным фактом является то, что структура капитала оказывает воздействие на будущие денежные потоки компании, которые во многом определяют стоимость компании. Происходит это за счет того, что потоки дисконтируются по показателю средневзвешенной стоимости капитала (WACC), отдельные компоненты которого являются ничем иным как процентным соотношением форм капитала. Сочетание форм капитала как раз и представляют единый организм, который принято называть структурой капитала. Поподробнее эта взаимосвязь будет рассмотрена в других главах работы. Однако, данная логическая цепочка приводит нас к одному очень важному выводу: если структура капитала способна оказывать влияние на свободные денежные потоки и WACC, то из этого следует, что она также влияет и на цены акций. Получается, правильное сочетание форм капитала способно повысить ценность компании для ее акционеров. Именно это и возвращает нас к вопросу об определении оптимальной структуры капитала, что, как выясняется, довольно сложно осуществить на практике. Тем не менее, ряд инструментов и концепций, рассматриваемых далее, сможет упростить этот весьма непростой финансовый процесс.

Желаемую структуру капитала принято называть "целевой", для определения которой потребуется провести детальный анализ множества факторов. Эта структура не является постоянной и может претерпевать определенные изменения в зависимости от условий. Именно поэтому анализ структуры капитала необходимо проводить регулярно, отслеживая периодичность сторонних явлений, способных понизить ее эффективность. В основу политики выбора структуры капитала заложена концепция компромисса между риском и доходностью. Так, например, использование большой суммы заемных средств может существенно увеличить риск акционеров, в то время как такое же решение в отношении заемного капитала, как правило, приводит к повышению рентабельности собственного капитала (ROE). Высокий риск в свою очередь увеличивает цену акций, а более высокая предполагаемая ROE эту цену уменьшает. Из этого следует, что оптимальная структура капитала лежит в точке равновесия между этими двумя показателями, предполагающей максимальное значение их стоимости.

На выбор структуры капитала влияют пять ключевых факторов:

1. Бизнес-риск - риск в ситуациях неприменения заемного капитала, имеющий обратно пропорциональную связь с оптимальным коэффициентом задолженности;
2. Налоговый статус организации. Компаниям, которым удалось защитить большую часть прибыли за счет различных налоговых льгот, эффект налогового щита не будет приносить должных преимуществ;
3. Финансовая гибкость, проявляемая в способности выбирать наилучшие финансовые источники в зависимости от положения компании;
4. Консерватизм или агрессивность менеджеров. Некоторые менеджеры склонны вести более агрессивную политику в отношении использования заемных средств, пытаясь тем самым спровоцировать рост прибыли. Это не оказывает никакого влияния на оптимальную структуру капитала, но явно воздействует на ее целевую структуру;

5. Потенциал роста. Самый неоднозначный фактор, который подразумевает прямую зависимость операционной стоимости фирмы от фактической стоимости действующих активов и возможностей роста. Его неоднозначность заключается в том, что значимость для компаний каждого из отдельно взятых аспектов весьма относительна.

Тем не менее, сопоставление имеющихся в распоряжении активов и возможностей роста открывает четыре аспекта воздействия на структуру капитала. Первый заключается в том, что фирма с большой долей активов считается кредиторами более платежеспособной и соответственно способна привлекать более дешевые заемные средства. Второй предполагает различную степень воздействия издержек или угроз банкротства на фирмы в зависимости от размера доли возможностей роста компании. Третий связан с асимметрией информации, которая становится причиной скептицизма кредиторов относительно объективности оценки перспектив фирмы менеджерами, что сказывается на величине процентов по долгу для компаний с разными долями возможностей роста. Четвертый же оправдывает важность финансовой гибкости для компаний с высокой долей возможностей роста, поскольку эту существенно увеличит вероятность получения финансирования на новые проекты.

Пять вышеперечисленных факторов в большей степени определяют оптимальную структуру капитала, однако в действительности фактическая структура капитала может не соответствовать целевой. Это может быть обусловлено различием темпов привлечения отдельных составляющих капитала или с непредвиденными прибылями, а иногда и убытками, которые могут повлиять на размер собственного капитала.

Далее речь пойдет о рисках. Для теории структуры капитала особую важность имеют два вида рисков: бизнес-риск (возникает в случае неприменения заемного капитала) и финансовый риск (дополнительный риск, которому подвержены владельцы обыкновенных акций вследствие принятия фирмой решения об использовании заемного капитала. Безусловно фирма всегда подвержена определенной степени риска, который сопряжен с ее операционной деятельностью, именно он и называется бизнес-риском. При использовании заемных средств компания фактически разделяет инвесторов на две категории, перекладывая большую часть риска на владельцев обыкновенных акций. Естественно, подобная ситуация побуждает владельцев обыкновенных акций требовать компенсацию в виде большей доходности за повышение риска.

Деловой риск представляет собой более сложный параметр. Его главная особенность заключается в том, что он имеет высокую вариативность даже внутри одной и той же отрасли, также он способен изменяться со временем. Деловой риск зависит от изменчивости спроса, изменчивости цены, изменчивости стоимости ресурсов, способности регулировать отпускные цены, подверженности рискам ведения бизнеса за рубежом, способности разрабатывать новые продукты и доли постоянных затрат. Каждый из этих факторов частично отражает специфику той отрасли, в которой функционирует фирма, но в то же время и сама фирма способна оказывать

на них некоторое влияние. Например, с помощью маркетинговых стратегий компания может стабилизировать как цены реализации продукции, так и объем продаж, но в большей степени изменения этих параметров будут продиктованы спецификой отрасли, к которой принадлежит компания.

Деловой риск в некоторой степени зависит от удельного веса постоянных издержек, включенных в операционную деятельность компании. Чем выше постоянные затраты, тем выше чувствительность ROE к изменению продаж. Таким образом, величина постоянных издержек прямо пропорциональна степени делового риска. Высокие постоянные затраты обычно свойственны организациям с высокой степенью автоматизации производства. Также это касается инновационных предприятий и организаций, в которых используется труд высококвалифицированного персонала.

Фирмы с высокими постоянными издержками имеют высокий уровень операционного рычага, который предполагает, что небольшое изменение объема продаж гарантировано спровоцирует большие изменения прибыли и рентабельности собственного капитала.

Для эффективного использования операционного рычага важно понимать, в какой степени фирмы могут его регулировать. Он существенно зависит от технологического уровня компании. Ведь технологичность во многом определяет оптимальную величину постоянных издержек, а они в свою очередь отражают уровень использования операционного рычага. Но несмотря на то, что отраслевая специфика оказывает наибольшее влияние на операционный рычаг, компании все же способны устанавливать его уровень за счет наращивания мощностей, реструктуризации или эффективного управления издержками. Как только операционный рычаг определен, это фактор будет оказывать внушительное влияние на политику компании в отношении структуры капитала.

Как только принимается решение об использовании заемного капитала, появляется финансовый риск, дополнительный риск возникающий вследствие выбора заемных средств в качестве источника финансирования - использования финансового рычага. Сосредоточение риска на акционерах вызвано наличием фиксированной процентной выплаты у кредиторов, что ограждает их от возможного делового риска.

Изменения в использовании заемного капитала повлекут за собой изменения прибыли на одну акцию (EPS), а также величины ее колебаний и риска - и то и другое окажет воздействие на стоимость акций компании. Детально изучить взаимодействие финансового рычага и EPS нам поможет простой пример предложенный Юджином Бригхемом и, предполагающая два возможных варианта финансирования - 100 % финансирование за счет собственного капитала или использование заемных средств и собственного капитала в соотношении 50/50. Компания М выпускает в обращение 10 тыс. акций, имея 200 тыс. руб. активов:

Таблица 1. Входные данные

1. Бригхэм, Ю., & Эрхардт, М. (2009). Финансовый менеджмент. 10-е изд. СПб.: Питер.

Финансирование без заемных средств

Финансирование 50/50

Коэффициент рычага

0 %

50 %

Активы

200

200

Задолженность

0

100

Собственный капитал

200

100

Акции в обращении

10000

5000

Учтя входные данные и проведя ряд несложных вычислений получаем резюме каждого из вариантов.

Таблица 2. Финансирование без заемных средств. Бригхэм, Ю., & Эрхардт, М. (2009). Финансовый менеджмент. 10-е изд. СПб.: Питер.

Спрос

Вероятность

ЕВІТ

% К уплате

Прибыль до налогообложения

Налоги (40 %)

Чистая прибыль

ROE %

EPS

Очень плохой

0,05

(60000)

0

(60000)

(24000)

(36000)

(18)

(3,6)

Плохой

0,2

(20000)

0

(20000)

(8000)

(12000)

(6)

(1,2)

Средний

0,5

40000

0

40000

16000

24000

12

2,4

Хороший

0,2

100000

0

100000

40000

60000

30

6

Очень хороший

0,05

140000

0

140000

56000

84000

42

8,4

Среднее значение

40000

0

40000

16000

24000

12

2,4

СКО

14,82

2,96

Коэффициент вариации

1,23

1,23

Данная таблица отражает положение дел компании, которая использует собственный капитал в качестве единственного источника финансирования. В качестве мерил эффективности капитала был добавлен показатель доходности собственного капитала, а в качестве индикаторов риска фирмы были взяты СКО и коэффициент вариации.

Таблица 3. Финансирование 50/503. Бригхэм, Ю., & Эрхардт, М. (2009). Финансовый менеджмент. 10-е изд. СПб.: Питер.

Спрос

Вероятность

ЕВИТ

% К уплате

Прибыль до налогообложения

Налоги (40 %)

Чистая прибыль

ROE %

EPS

Очень плохой

0,05

(60000)

12000

(72000)

(28800)

(43200)

(43,2)

(8,64)

Плохой

0,2

(20000)

12000

(32000)

(12800)

(19200)

(19,2)

(3,84)

Средний

0,5

40000

12000

28000

11200

16800

16,8

3,36

Хороший

0,2

100000

12000

88000

35200

52800

52,8

10,56

Очень хороший

0,05

140000

12000

128000

51200

76800

76,8

15,36

Среднее значение

40000

12000

28000

11200

16800

16,8

3,36

CKO

29,64

5,93

Коэффициент вариации

1,76

1,76

В этой таблице представлены данные по варианту, предполагающему равное соотношение обоих элементов капитала. Можно заметить, что ситуация в примере соответствует сформулированным ранее выводам о повышении доходности инвестиций за счет привлечения заемного капитала (ROE вырос с 12 % до 16,8 %), но в то же время долговая нагрузка также повышает рискованность инвестиций для владельцев обыкновенных акций (CV поднялся с 1,23 до 1,76). Применение финансового рычага способствовало увеличению EPS, одновременно увеличивая риск, которому подвергаются акционеры.

Становится понятно, что средняя EPS возрастает до тех пор, пока доля заемного капитала компании не достигнет 50 % [3]. Проценты по займам увеличиваются, но этот результат в должной мере компенсируется за счет снижения общего количества акций в обращении вследствие вымещения заемными средствами акционерного капитала. EPS достигает своего максимального значения, когда коэффициент задолженности в 50 %, после чего проценты начинают расти непомерно быстро, провоцируя падение EPS, даже несмотря на уменьшающееся количество акций в обращении.

Правая часть посвящена оценке риска, вызванного привлечением долговых обязательств. Картина свидетельствует о постоянном повышении риска, сопряженном с увеличением доли заемного капитала. Оказывается, использование финансового рычага может привести к результатам: как к позитивным, так и к негативным. Более высокий рычаг повышает прибыль на одну акцию и в то же время повышает риск акционеров.

На практике, для оценки влияния финансового рычага на коэффициент текущей

ликвидности, коэффициент покрытия текущих платежей и WACC, финансовые менеджеры используют различные методы прогнозирования. Затем они консультируются с представителями банков и рейтинговых агентств, которые сопоставляют показатели фирмы с другими фирмами данного сектора и выносят финальные решения относительно рейтинга облигаций и характерной процентной ставке....