

**Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор,
учебно-практическое пособие, 2008, изд. ЮРАЙТ**

Глава 5. Создание стоимости финансовыми решениями

В займы берутся чужие деньги и на срок, а отдавать приходится свои
и навсегда.

Житейская мудрость

5.1. Финансовые решения компании, виды заемного капитала

«Какой же метод финансирования должна выбрать компания? Эмиссию акций? Эмиссию облигаций? Эмиссию производных ценных бумаг? Банковский кредит? Собственные средства? Какую-то комбинацию вышеназванных методов? От каких факторов будет зависеть выбор того или иного метода финансирования? Вот вопросы, на которые пытается ответить теория структуры капитала.»¹

Если упрощенно представить оценку стоимости компании по модели денежного потока в виде дроби: $V = FCF / WACC$, то становится понятным, что основная работа финансового директора компании, которая нацелена на создание стоимости, сосредоточена на минимизации знаменателя дроби. Минимизация WACC реализуется как через поиск путей удешевления элементов капитала, на которых работает компания, так и на нахождении оптимальной пропорции между различными элементами капитала. На рис. 5.1 показаны возможные (но не все) направления финансовой работы.

¹ Рудык, Н. Б. Структура капитала корпораций / Н. Б. Рудык. — М. : Дело, 2004. — С. 11.



Рис. 5.1. Затраты на капитал как основной объект приложения усилий финансового директора

Под **финансовыми решениями** понимаются решения по привлечению источников финансирования (сроку, видам, формам погашения и т.п.) и денежным взаимоотношениям с собственниками. Перед финансовым директором при рассмотрении источников финансирования традиционно встают три вопроса: какова структура капитала компании (веса долгосрочных, используемых на постоянной основе денежных источников), которая максимизирует рыночную стоимость; какие заемные средства целесообразнее привлекать компании на данный момент; когда есть смысл переходить в разряд публичных, т.е. предлагать доли собственного капитала всем заинтересованным инвесторам.

Заемные источники финансирования. Рассмотрим виды заемных средств, на которых традиционно работают компании. Заемные источники развития компании могут быть как публичными, т.е. обращаемыми на рынке (облигации разных видов, векселя), так и закрытыми (кредиты банков, физических и юридических лиц, лизинг, факторинговые схемы и т.п.). Наличие публичных источников финансирования заставляет менеджмент компании активно общаться с внешним рынком капитала. Часто при запуске вексельных программ или размещении облигационных займов в

организационной структуре компании создается отдел по работе с инвесторами и кредиторами, который отвечает за своевременное раскрытие финансовой информации, коммуникации с многочисленными заинтересованными лицами, включая аналитические агентства и финансовые СМИ. Значимость коммуникационной работы в компании и связь ее с финансово-экономическим подразделением рассмотрена в гл. 7.

Еще один вид традиционного разделения заемных средств — по срокам функционирования. Такое разделение разумно, так как кредитный риск и целесообразность привлечения тех или иных средств увязываются в первую очередь с целевым назначением (на создание каких активов или покрытие каких кассовых разрывов они направляются): краткосрочные (до одного года), среднесрочные и долгосрочные. Долгосрочное кредитование обычно целевое (на приобретение оборудования, транспортных средств, недвижимости, для покупки контроля над функционирующей другой компанией). В России срок долгосрочного кредитования не превышает 10 лет в общем случае, для малых компаний — не больше 6—7 лет.

Если до 2003 г. малым (с годовым оборотом до 10 млн долл.) и средним (с годовым оборотом до 500 млн долл.) компаниям было достаточно сложно привлекать заемный капитал из-за жестких требований институциональных кредиторов, то в последние годы ситуация значительно улучшилась. Крупным компаниям стало значительно выгоднее привлекать заемные деньги от зарубежных инвесторов (так как процентные ставки ниже), поэтому с ростом конкуренции среди российских банков значительно упростилась процедура оценки заемщиков и снизились требования по получению кредита. Большинство банков требуют выполнения следующих условий: работа на рынке не менее полугода; отсутствие просроченной задолженности по прошлым кредитам; наличие постоянного дохода.

С 2006 г. многие банки РФ для малых компаний стали предоставлять так называемые *экспресс-кредиты* и *экспресс-овердрафты*, которые можно получить достаточно быстро — за 2—3 дня. Размеры таких кредитов для

малых компаний не превышают 1 млн руб., сроки — двух лет. Ставки по экспресс-кредитам выше, чем для обычных, и могут достигать 25—30% годовых. В случае удачного ведения бизнеса и наличия свободных денежных средств, а также при реализации программы рефинансирования задолженности компания может погасить кредит досрочно. Некоторые банки за досрочное погашение берут пени.

Краткосрочные заемные средства обслуживают текущие потребности в денежных средствах компании, связанные с движением оборотного капитала: выплата заработной платы, налогов, оплата сырья и материалов, финансирование различных текущих расходов. Часто используется термин «краткосрочное кредитование на пополнение оборотных средств». Крупные компании могут привлекать на российском рынке средства менее чем под 10% годовых. Ставка для средних компаний находится на уровне 10—13%. Для малых компаний ставка выше — от 16 до 20%. Краткосрочными ссудами считаются такие, срок возврата которых не выходит за пределы одного года. Различают следующие краткосрочные ссуды: банковский овердрафт, вексель, коммерческий или товарный кредит.

Банковский овердрафт (от англ. *overdraft* — списание средств сверх имеющегося остатка, больше чем есть в наличии в текущий момент). Это широко распространенная в банковской практике форма краткосрочного кредита. Финансирование потребностей реализуется через списание средств с банковского счета компании сверх остатка на нем. В результате по счету образуется дебетовое сальдо. При овердрафте в погашение задолженности направляются все суммы, зачисляемые на текущий (активно-пассивный) счет компании-заемщика, поэтому объем предоставленного кредита изменяется по мере поступления денег. Это отличает овердрафт от обычных разовых ссуд. Как правило, овердрафт — наиболее дешевая форма кредита, величина процентов по нему не превышает 1—2% базисной учетной ставки банка.

Вексель (от нем. *wechsel* — обмен, размен) — ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (при

простом векселе) либо иного указанного в векселе плательщика (при переводном векселе, называемом «тратта») выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную сумму его владельцу (векселедержателю). Корпоративные векселя — свободно обращающиеся долговые обязательства сроком до 270 дней, которые компании используют для краткосрочных заимствований, пополнения оборотного капитала или инвестирования свободных средств. В качестве платы за выданный заем по векселю банк взимает определенный процент (дисконт), величина которого ежедневно меняется. Корпоративные векселя являются одним из видов инвестиционных инструментов. Главные инвесторы в корпоративные векселя — паевые фонды денежного рынка (такие вложения позволяют им получать больший доход, чем по банковским депозитам, и при этом считаться наиболее консервативными инвестиционными фондами).

Коммерческий или товарный кредит — приобретение товаров или услуг с отсрочкой платежа. Это кредит, который предоставляют контрагенты компании (поставщики продукции или услуг). Часто компании, предоставляющие отсрочку платежа, т.е. формирующие у своих контрагентов кредиторскую задолженность, проводят определенную кредитную политику для снижения рисков возврата денег. Могут предлагаться скидки в цене за ускоренную оплату или гибкие цены, увязанные со сроком платежа. Это позволяет определить платность такого источника финансирования для компании. В упрощенном виде часто такие источники финансирования, используемые на постоянной основе, рассматриваются как «условно бесплатные».

На краткосрочные кредиты в России приходится наибольший удельный вес заемного финансирования (не менее 60%), поэтому банки совершенствуют систему краткосрочного кредитования через стандартизацию и упрощение как процедур, так и условий кредитования.

Среднесрочные заемные средства предоставляются сроком от двух до пяти лет и используются для финансирования «мобильного» основного

капитала (покупка оборудования, транспортных средств, проведение испытательных работ). Такие кредиты, как правило, требуют гарантий или залога и погашаются регулярными взносами. Объект приобретения часто и выступает залогом (оборудование, транспорт). Кредит может предоставляться как единовременно в размере необходимой суммы, так и с учетом постепенной в нем потребности.

Коммерческие банки предоставляют среднесрочные кредиты:

- ✓ под залог имущества и товарно-материальных ценностей, включая ценные бумаги;
- ✓ гарантию или поручительство другого юридического или физического лица (например, собственника компании);
- ✓ обеспечение выручкой.

Ориентиром для банковских заимствований нефинансовых организаций служат крупные (более 300 млн долл.) синдицированные кредиты, привлекаемые ведущими российскими банками, которые могут рассматриваться как квазисуверенные заемщики. По заимствованиям 2006—2007 гг. срок синдицированных кредитов не превышал трех лет, а номинальная ставка привлечения не превышала *LIBOR* + 0,4% (Сбербанк России, Внешэкономбанк, **ВТБ Внешторгбанк ДАЙТЕ ПОЛНОСТЬЮ 24**, Альфа-банк). При этом следует учитывать, что фактическая стоимость привлечения может быть выше на 5—10 процентных пунктов из-за комиссионных расходов.

В 2006 г. российские компании привлекли синдицированных кредитов на рекордные 64 млрд долл. Если привлечение облигационных займов (особенно еврооблигаций) во второй половине 2007 г. практически прекратилось из-за кризиса ликвидности на мировом рынке, то синдицированные кредиты (поток финансовых ресурсов от выступающих сообща кредиторов) сохранился и в 2007 г. превысил 64,4 млрд долл.

К группе среднесрочного заимствования относят также аренду и лизинг машин и оборудования. В пользу использования лизинговых схем часто приводятся следующие аргументы.

1. При списании объектов лизинговой сделки налоговым законодательством РФ предусмотрена возможность применения коэффициента ускоренной амортизации, равного 3, что позволяет получить налоговые выгоды и окупить инвестиционные решения в более короткие сроки, чем при покупке на заемные средства или собственные.

2. Лизинговая операция предполагает 100%-е кредитование инвестиционного решения, а банковский кредит выдается, как правило, на 70—80% стоимости оборудования.

3. Договор лизинга часто содержит в себе условия о технической поддержке оборудования лизингодателем. Таким образом, лизингополучатель приобретает дополнительные преимущества по сравнению с покупкой на заемные средства. Например, может быть оговорено условие выкупа лизингодателем оборудования после определенного периода времени.

4. Ретушируется финансовое бремя компании (степень финансовой зависимости). Если кредитные обязательства отражаются в балансе заемщика полностью, то сделка лизинга или арендованные активы могут не отражаться в балансе как заемные средства и диагностируются только по лизинговым платежам.

5. Арендные (лизинговые) платежи, как правило, осуществляются уже после установки, наладки и пуска оборудования в эксплуатацию. Таким образом, компании не нужно изыскивать средства на процентные платежи до наступления момента получения денежных выгод по приобретаемым активам.

Вместе с тем длительная по срокам продолжительность договора лизинга (10—15 лет) не всегда может быть согласована с периодом морального старения оборудования, используемого, например, в высокотехнологичных сферах деятельности. Общая сумма лизинговых платежей, которая

складывается из процентов за пользование заемными средствами, платежей по страхованию имущества, налога на имущество, облагается НДС. Хотя уплаченный НДС принимается к возмещению, но схема требует отвлечения средств и поэтому теряет привлекательность.

Отправной точкой для оценки ставки по банковским займам служит ставка *LIBOR* соответствующего срока (для среднесрочных займов — более двух лет) или базовая ставка банка-кредитора. Крупные заемщики рассчитывают на условия привлечения заемных денег не дороже *LIBOR* + 1%. Средние компании ориентируются на уровень *LIBOR* + (2,5—3%). Для малых компаний премия к *LIBOR* может достигать до 10—15%, что поднимает стоимость заимствования до 20% и выше. Однако не все заимствования компаний строятся на основе плавающих процентов (по так называемой схеме «*LIBOR*+»). В ситуации растущих процентных ставок на рынке (например, как это наблюдалось с лета 2007 г.) многие компании стремятся зафиксировать выгодные условия кредитования по фиксированной ставке. Например, на конец 2006 г. объем займов и кредитов ОАО «Роснефть» с плавающей ставкой, привязанной к *LIBOR* и *EURIBOR* составлял порядка 21%. У ОАО «Газпром» доля долгосрочных займов с плавающей ставкой в общей величине заемного капитала еще меньше — порядка 10%. Более того, работа по переходу на фиксированную ставку шла несколько лет. Если в 2003 г. доля долгосрочных заимствований с плавающей ставкой составляла 33% в объеме долгосрочных обязательств, то к началу 2006 г. доля снизилась до 24%. Плавающая (переменная) ставка применяется по заимствованиям «Газпрома» со сроками до пяти лет, а долгосрочные займы (порядка 30 лет) привлекаются на условиях фиксированной ставки. Однако обоснование этих ставок строится на базе анализа складывающихся долгосрочных заимствований на Лондонской межбанковской бирже (т.е. с ориентацией на *LIBOR*).

Компании-заемщику придется согласиться на высокую ставку привлечения денег, если у него: короткая бизнес-история; низкий доход (плохие показатели рентабельности, отдачи на капитал) или нет возможности

подтвердить доходы и прибыль; короткая или плохая (с просроченными задолженностями, объявленными дефолтами и т.п.) кредитная история.

Еще одним способом финансирования является *факторинг*. При факторинге обеспечением возврата выплаченных компании денежных средств является дебиторская задолженность. Такой способ финансирования идеально подходит для малого и среднего бизнеса. Вместе с тем у него есть существенный недостаток на российском рынке — достаточно дорогое кредитование и обслуживание. В 2005 г. стоимость факторинговых операций для клиентов специализированных подразделений банков составляла в среднем около 30% годовых, к 2007 г. стоимость снизилась до 20%, но по сравнению с залоговым кредитованием остается высокой.

Оказанием факторинговых услуг малым предприятиям занимаются, как правило, небольшие коммерческие банки. Крупные специализированные финансовые компании (факторы) отдают предпочтение компаниям с определенным количеством дебиторов; уровнем диверсификации дебиторской задолженности, передаваемой на факторинговое обслуживание; отраслевой принадлежности (речь идет об отсутствии повышенных рисков). Во внимание принимаются также репутация, срок работы на рынке и т.п.

К наиболее известным мировым факторинговым компаниям относятся: *Lloyds TSB Commercial Finance*, *Royal Bank of Scotland*, *Commercial Services* и др. На российском рынке среди факторов можно отметить работу ООО «Национальная факторинговая компания». Развивают факторинговый бизнес также и компании нефинансового сектора. Примером может служить известная сетевая компания *GE Factofrance*, принадлежащая *General Electric*.

Со стороны специализированных факторинговых компаний часто подчеркивается, что факторинг — это скорее коммерческая сделка, нежели финансовая, ее основное назначение состоит в увеличении объема продаж, а не в кредитовании. Более того, несмотря на сложившуюся практику, доказывается, что переговоры о факторинговом обслуживании должен вести не финансовый директор, а лицо, ответственное за сбыт продукции. Как

развитие этого тезиса, специалистами проводится различие между «коммерческим факторингом» и «банковским факторингом». Если банковский факторинг, по сути, предполагает исключительно кредитование под дебиторскую задолженность, то коммерческий факторинг подразумевает комплекс услуг, которые традиционные кредитные организации обычно не оказывают. Компании-факторы предоставляют компаниям-заемщикам:

- ✓ защиту от кредитных рисков, юридическое сопровождение деятельности компании, кредитное страхование;
- ✓ учет продаж и дебиторской задолженности, кредитный менеджмент (управление и сбор (инкассирование) дебиторской задолженности);
- ✓ экспертизу дебиторов (проверку платежеспособности контрагентов, установление лимита отгрузок);
- ✓ информационные и консалтинговые услуги;
- ✓ контроль приемки товара;
- ✓ помощь в транспортировке и логистике;
- ✓ финансирование под уступку денежного требования (кредитование «кассовых разрывов» т.е. собственно финансовый факторинг).

Долгосрочные заемные средства обслуживают потребности компаний в средствах, необходимых для формирования основного капитала (часто недвижимого) и финансовых активов (покупка контроля). Примерами долгосрочных заемных источников являются облигационные займы и банковские ссуды на срок более пяти лет.

К долгосрочным заимствованиям относят и корпоративные облигации. *Облигация (bond)* — это долговая ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем (инвестором) денежных средств и подтверждающая обязательства компании-эмитента возместить инвестору стоимость этой ценной бумаги в определенный срок с уплатой зафиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации или получить иные имущественные права.

Ключевыми отличительными свойствами облигации являются:

- ✓ отношения займа между инвестором и эмитентом. Лицо, приобретающее облигацию, не становится совладельцем предприятия, а является его кредитором;
- ✓ наличие конечного срока обращения облигации, по истечении которого она выкупается эмитентом по номинальной стоимости.
- ✓ приоритет облигаций по сравнению с акциями в получении дохода. Выплата процентов по облигациям производится в первоочередном порядке по сравнению с выплатой дивидендов по акциям и имеет налоговые выгоды для эмитента;
- ✓ наличие у владельца облигации права на первоочередное удовлетворение его требований по сравнению с акционером при ликвидации предприятия.

В отличие от банковского кредита облигационные займы обеспечивают привлечение кредитных ресурсов на более длительные сроки. В странах с развитым рынком капитала обычным является выпуск корпоративных облигаций со сроком обращения 10—15 лет. Компании в зависимости от отрасли, целей финансирования, развитости рынка выпускают облигации различных видов и типов (закладные (secured bonds), первозакладные и беззакладные (debentures)¹, купонные и дисконтные облигации (coupon and zero-coupon bonds), доходные (income bonds), доходные кумулятивные, конвертируемые (convertible bonds)).

Гибридные долговые инструменты (hybrid debts) используются для снижения стоимости финансирования. Например, отзывная облигация позволяет компании заемщику при падении стоимости денег на рынке досрочно погасить долг и избежать высоких выплат по займу. Отзывная облигация аналогична по условиям выплаты денежных средств опциону пут.

¹ Термин «debentures» применяется в США для обозначения необеспеченных облигаций. В Великобритании этот термин имеет прямо противоположное значение и используется для характеристики обеспеченных облигаций.

Конвертируемые облигации относятся так же, как и варранты к гибридным финансовым инструментам, так как содержат в себе элементы и долга, и собственного капитала (hybrid of debt and equity). Варранты (Warrants) — срочные контракты, отражающие опционные условия их исполнения. В 2007 г. российский банк «Траст» выпустил варранты на 2% собственного капитала банковской группы, которые могут быть «обналичены» держателями через продажу акций в ходе *IPO* в течение ближайших трех лет. Покупателями этих финансовых активов стали профессиональные участники финансового рынка. Обычно такими инструментами интересуются хедж-фонды, так как оценить вероятность роста цены акции и, следовательно, выгод, достаточно сложно. Если в течение обозначенного срока публичного размещения акций группы (*IPO*) не произойдет, то варранты превратятся в долговые бумаги. При этом по выпущенным варрантам инвесторам гарантирована доходность на уровне субординированных кредитов (порядка 10—11% годовых). В мировой практике к гибридным инструментам финансирования обращаются компании, которые не имеют возможности занять на приемлемых условиях через кредиты или обычные облигации, а акции считают существенно недооцененными рынком.

При рассмотрении конвертируемых облигаций как источника финансирования для компании следует учитывать косвенное увеличение числа акций в обращении, которое может привести к падению цены. Такой пример демонстрирует ситуация с конвертируемыми облигациями нефтяного гиганта *BP*. В январе 2001 г. *BP* разместила облигации на 420 млн долл., конвертируемые в акции «Лукойла». Акции НК «Лукойл» достались *BP* в результате поглощения американской нефтяной компании *Amoco*, в портфеле активов которой были акции российской нефтяной компании. Часть акций из полученного пакета *BP* продала на открытом рынке 237 млн долл. Капитализация «Лукойла» в день объявления *BP* о планах использовать акции «Лукойла» в качестве секьюритизированного инструмента привлечения капитала снизилась на 10%.

Еврооблигации — это ценные бумаги, номинированные в валюте, отличной от валюты страны, резидентом которой является эмитент, и размещаемые среди международных инвесторов различных стран.

В Российской Федерации до 2006 г. была обязательна регистрация отчета о выпуске облигаций в ФСФР России. Эта процедура занимала несколько недель, в течение которых инвесторы вынуждены были держать бумаги у себя, т.е. возникали ограничения на обращение облигаций на открытом рынке. В начале 2006 г. ФСФР России сделала исключение для некоторых эмитентов: в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг были внесены изменения, позволяющие не регистрировать отчет о выпуске облигаций в ФСФР России, а лишь уведомлять службу об итогах выпуска. Такое право получили компании, существующие больше чем полгода и выпускающие облигации на сумму более 300 млн руб. Их бумаги не должны находиться вне списка. Они сразу попадают в котировальный список «В», а через полгода должны быть переведены в более высокий список «А» или «Б». Предполагается, что снятие требования ждать регистрацию отчета в ФСФР России снизит стоимость заимствований для эмитента. Это связано с тем, что в ходе первичного размещения инвесторы часто требуют премию к вторичному рынку на уровне 0,1—0,4 процентного пункта.

Почти год ни одна из российских компаний не использовала эту возможность ускорения ликвидности облигационных заимствований. Первой компанией стало ООО «Магнит Финанс» — «дочка» розничной сети «Магнит» с размещаемым облигационным объемом в 5 млрд руб.

До 2006 г. российские компании не имели права претендовать на вычет НДС, покупая оборудование на заемные средства. Это положение являлось тормозом в работе на заемном капитале.

Рекомендации по финансовым решениям для быстрорастущих малых компаний. Для таких компаний рекомендуется:

1) диверсифицировать кредиторов. Заемные средства могут предоставить не только банки, следует стремиться использовать самые разные финансовые инструменты (векселя, уступку требований (финансовый факторинг) и т.п.). Кредиторская задолженность, поддерживаемая на постоянной основе, также может стать капиталом, причем наиболее дешевым;

2) снижать долю залоговых кредитов. Рекомендуется сохранять их долю на уровне не выше 20% общей величины заемных средств;

3) снижать кредитные риски для потенциальных поставщиков заемного капитала. Главные шаги на этом пути — прозрачность бизнеса, раскрываемые планы развития;

4) активно использовать инновационные технологии в финансировании — продукты с разделением рисков (например, секьюритизированные).

Инновационным способом финансирования для российского рынка является *секьюритизация активов*. Эта техника предполагает, что диверсифицированный пул активов (часто финансовых) выделяется (списывается) с баланса предприятия (например, банка или нефинансовой организации); приобретает юридическую самостоятельность через передачу специально созданному юридическому лицу, которое осуществляет его рефинансирование на международном рынке капитала или денежном рынке через выпуск ценных бумаг. Юридическое обособление имеет целью отделение рисков денежных потоков по выделенным активам от операционных и финансовых рисков компании — исходного собственника этих активов. Выделенные активы выступают в качестве обеспечения (*collateral*) при выпуске ценных бумаг. Кроме юридического обособления активов имеет место прямая привязка потоков платежей, которые генерируются этими активами, к процентным и иным платежам по сконструированным ценным бумагам.

Этот способ привлечения капитала пока слабо развит на российском рынке. Достаточно сказать, что начало 2007 г. в общей сложности было

проведено только девять сделок секьюритизации активов по российским компаниям, из которых семь принадлежали к финансовому сектору (банки). Общий объем секьюритизированных активов по данным сделкам составил 3116 млн долл. Крупнейшей по объему была сделка с участием ОАО «Газпром», проведенная в 2004 г.

Инновационные инструменты с чертами опционов имеют целью снизить стоимость заимствования для компании. Например, если компания привлекает заемный капитал с плавающей процентной ставкой, то для защиты от риска роста стоимости заимствования финансовый директор может купить процентный «кэп» (interest rate cap). Выплаты по кэпу аналогичны опциону колл. Покупка кэпа подразумевает выплату продавцом компании-покупателю в обмен на премию разницы между фиксированной ставкой и ставкой рынка, в случае если фиксированная ставка выше ставки кэп. Другой вариант – продать пакет процентных опционов флор (interest rate floor), денежные потоки по которому аналогичны условиям опциона пут. Более подробно опционные контракты (колл и пут) описаны в главе 6. Премии, получаемые от продажи процентных флоров, позволят снизить стоимость заимствования.

5.2. Финансовая стратегия, структура капитала и дивидендная политика

Решения о выборе структуры капитала нельзя принимать изолированно. Они составляют часть разумного финансового плана, в котором принимаются во внимание будущие инвестиционные возможности, дивидендная политика фирмы и т.д.¹

Разработка финансовой стратегии как функциональной стратегии, поддерживающей общую цель развития компании, включает в себя принятие

¹ Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М. : Олимп-бизнес, 1997. — С. 486.

решений по долгосрочному финансированию развития компании и взаимоотношениям с собственниками (дивидендную политику).

В академической литературе принято различать два термина, относящихся к финансовой политике компании: «структура источников финансирования» (структура пассивов в учетном представлении) и «структура капитала». Структура источников финансирования традиционно фиксируется по информации из финансового учета и отчетности и отражает сложившиеся на текущий момент времени пропорции между различными элементами собственного капитала и обязательствами.

Структура капитала и дивидендная политика как составные элементы финансовой стратегии. Термин «структура капитала» относится к финансовой стратегии и отражает соотношение между устойчивыми, долгосрочными источниками, которые привлекаются для обеспечения постоянного присутствия компании на рынке в рамках выработанной общей стратегии развития. Анализ структуры капитала важен, так как обозначает требования к ее активам (иначе говоря, к ее реальному или материальному капиталу) со стороны ключевых владельцев финансового капитала. Эти требования накладывают отпечаток на принимаемые в компании инвестиционные и другие решения, часто ограничивают возможности развития. Поэтому финансовый директор, сопоставляя выгоды и недостатки различных долгосрочных источников финансирования, отвечает за формирование предложений по приемлемой для компании структуре капитала. Его задача — согласовать интересы разных владельцев капитала с точки зрения рисков и обеспечить приток внешних денег в компанию под реализацию намечаемых целей.

Исходя из выработанной структуры капитала (принципиальных решений о соотношении собственных и заемных средств, возможности привлечения публичного заемного и собственного капитала) в компании формируется политика использования различных источников финансирования. Эта политика уже должна базироваться на гибком

реагировании к изменениям во внешнем мире. Например, компания с учетом ситуации на финансовом рынке может в отдельные периоды времени предпочесть заимствования на зарубежных рынках, а не на собственном (локальном). Принятое решение о закрытой дополнительной эмиссии акций может быть пересмотрено на публичное размещение. Вексельные заимствования могут быть рефинансированы банковскими ссудами или облигационными займами и наоборот. Главная задача гибкого реагирования — удешевление привлекаемых средств.

Неблагоприятные события на финансовом рынке часто приводят к временному отказу от запланированных и анонсированных привлечений капитала. Например, рост в 2006—2007 гг. доходности казначейских облигаций США, летние проблемы 2007 г. на ипотечном рынке США, срывы крупных займов, проводимых фондами прямых инвестиций для сделок поглощений (например, *Cerberus Capital Management*) стали и для российских заемщиков («Газпром», «Роснефть», «ВТБ», «Банк Москвы») сигналами о необходимости отложить выход на рынок заемного капитала.

Компании с высоким качеством финансового управления постоянно ведут работу по рефинансированию долгов с целью удешевления заемного капитала. Например, активную работу проводит компания *X5 Retail Group*, продуктовый розничный ритейлер, работающий на российском рынке и реализующий стратегию внешнего роста. В 2006 г. компания привлекала синдицированные банковские ссуды под ставку *LIBOR* + 2,25—2,5%. Облигационные займы, банковские ссуды сформировали величину чистого долга компании, который в 3,4 раза превышал *EBITDA*. Не меняя структуру капитала и соотношение займов по срокам погашения, компании удалось в 2007 г. существенно снизить ставки привлечения заемных денег. Например, банковский синдицированный кредит, размером 1 млрд долл., компания привлекла под *LIBOR* + 0,75%. Облигационный заем в 9 млрд руб. и новые банковские заимствования позволили рефинансировать в 2007 г. всю задолженность компании. Заметим, что такие финансовые операции дают возможность группе суммарно сэкономить за 2007 г. не менее 9—11 млн долларов. Удешевление заимствований достигается также через структурирование кредитов.

Например, *X5 Retail Group* привлекла в 2007 г. кредит с помощью банка *BNP Paribas* (как организатора сделки) на 100 млн долл. Кредит привлечен сроком на шесть месяцев под залог *GDR* и структурирован на основе форвардного контракта, погашаемого в конце периода, и свопа. Процентная ставка по базе форвардного контракта зафиксирована на уровне 6,8% годовых, по «своповой части» — *LIBOR* + 1,5% годовых.

Работа с публичным заемным капиталом заставляет компании творчески подходить к финансовым предложениям рынку. Большинство российских заемщиков выводит на рынок необеспеченные облигации, которые имеют более низкий кредитный рейтинг и соответственно более дороги для компании. Традиционно активность в секьюритизации (обеспечении активами) проявляется в финансовом секторе (появление на рынке секьюритизированных автокредитов, ипотечных и потребительских кредитов). С 2003 г. на российском рынке появились обеспеченные активами облигации нефинансовых компаний. Обеспечением часто выступают акции самой компании или ее «дочек» (например, облигационный заем 2003 г. АФК «Система», обеспеченный акциями «МТС»), экспортная выручка (например, по облигациям «Газпрома» и нефтяных компаний). Секьюритизированные еврооблигации «Газпрома» 2004 г. с обеспечением экспортной выручкой, позволили привлечь компании деньги под самую низкую на тот момент ставку — купон составлял 7,2% годовых. Традиционные обеспеченные облигации в 2007 г. пополнились новым финансовым инструментом на российском рынке — облигациями с двойным обеспечением. Материальные активы чаще выступают обеспечением в банковских заимствованиях. Московская объединенная электросетевая компания (МОЭСК) выпустила в 2007 г. рублевые еврооблигации, обеспеченные лизинговыми платежами, которая компания выплачивает лизингодателю «Бизнес-Альянс», реализовавшему лизинговую схему с помощью кредита «Банка Москвы». Фактически на рынок выведены ценные бумаги под кредит с переуступкой в

пользу инвесторов лизинговых выплат. Доходность облигаций составила 8,78%¹.

Термин «дивидендная политика» характеризует установление устойчивых финансовых взаимоотношений компании с ее собственниками. В финансовой стратегии компании формируются: распределительная политика компании (*payout policy*) как политика по распределению заработанной прибыли; дивидендная политика как политика выплат собственникам (компания может направлять собственникам не только заработанные средства, но и привлеченные с рынка, например заемные). При этом главная задача финансового директора — оценить приемлемый уровень «изъятия денежных средств» из компании. Для этого финансовому директору придется взвесить доступные инвестиционные решения, целесообразность направления на них внутренних средств компании (прибыли), привлечение недостающих источников финансирования с внешнего рынка. Самый важный вопрос, решаемый в этой области, — каковы интересы собственников и других заинтересованных лиц, значимы ли для них текущие выплаты. Не всегда целесообразны прямые денежные выплаты собственникам, в ряде случаев более правильно реализовывать дивидендную политику через выкуп акций. Обратим внимание на мнение Энн Малкахи, которая с 2001 г. является генеральным директором (СЕО) компании *Xerox*, а с 2002 г. возглавляет также совет директоров компании. «Мы уделяем очень много сил увеличению окупаемости инвестиций для инвесторов. Деньги идут не только на это. Мы осуществляем поглощения, ведем исследования и разработку, но мы также выкупаем свои акции — в результате акционеры могут быстрее окупить свои вложения, а для существующих инвесторов показатель прибыль в расчете на акцию растет. Это эффективная вспомогательная стратегия. Мы инвестируем в рост, в увеличение производительности, но, с точки зрения акционеров, один из наиболее

¹ Ведомости, 27 июля 2007 г.

действенных механизмов увеличения окупаемости — именно выкуп наших акций»¹.

Продуманные решения по дивидендной политике (поддерживаемые на протяжении ряда лет, объясняемые заинтересованным лицам) являются качественными сигналами рынку и позволяют создать «клиентский эффект» для компании, когда ее собственники придерживаются схожих взглядов на выгоды текущих и будущих выплат.

Споры о создании стоимости финансовыми решениями: «игры разума» или действенный рычаг. В академической литературе и среди практиков не утихают споры о действенности финансовых рычагов в создании стоимости. Можно ли через выбор структуры капитала и устойчивую дивидендную политику создать дополнительную для компании стоимость или это только «игры разума». Начало дискуссии положили работы классиков корпоративных финансов — Франко Модильяни и Мертона Миллера², показавших неоднозначный ответ на поставленный вопрос в зависимости от степени развития финансового рынка. Так называемый «парадокс ММ» (модель Модильяни — Миллера) показывает, что на совершенном рынке (конкурентном, без «трений», с рациональными инвесторами) финансовая стратегия (по структуре капитала и дивидендной политике) не играет роли в создании стоимости. Стоимость бизнеса определяется операционными и инвестиционными решениями, т.е. общим денежным потоком на фирму (*FCFF*), который компания может производить с определенной периодичностью.

По образному выражению Франко Модильяни результаты деятельности компании, в финансовом выражении представленные ежегодным денежным потоком, имеют ценность «пирога» для владельцев финансового капитала. На совершенном рынке размер «пирога» зависит только от эффективности инвестиций, т.е. возможности роста денежных

¹ Интервью О. Черницкому газете «Ведомости» от 14 мая 2007 г.

² Ф. Модильяни и М. Миллер стали впоследствии Нобелевскими лауреатами по экономике.

поступлений от созданных активов. Финансовые решения влияют на дележ созданного «пирога» между владельцами собственного и заемного капитала, но не могут изменить величину самого «пирога». Многолетние исследования «парадокса ММ» показали, что на несовершенных рынках (там, где есть барьеры на пути движения капитала, налоги на доходы от использования капитала, информация ограничена и асимметрична) размер «пирога» зависит от финансовых решений и грамотная финансовая политика в рамках выработанной финансовой стратегии может создать дополнительный эффект в терминах стоимости.

Финансовые решения не влияют на размер «пирога» и распределяемые его части, если «повар, ножом делящий пирог, не отрезает отдельные кусочки себе». Эта аналогия Франко Модильяни подчеркивает, что в реальной жизни к дележу «пирога» присоединяется еще один участник — государство. Заметим, что государство от доли собственника «отщипывает» кусочки в виде налога на прибыль, а доля «пирога» кредитора остается нетронутой. Это связано с тем, что по мировой практике проценты по заемному капиталу (часть кредитора в пироге) выводятся из-под налога на прибыль и создают для компании налоговый щит. В результате подоходные налоги на физических лиц, собственников и кредиторов компании могут несколько изменить соотношение выгод, получаемых от дележа пирога. Но в любом случае, чем сильнее вмешательство государства (повара), тем существеннее будет меняться величина «пирога» от финансовых решений. Данная аналогия описывает влияние только одного вида несовершенств рынка — налогов. Другие несовершенства также создают с точки зрения стоимости выгоды от работы на заемном капитале. Задача финансового директора состоит в том, чтобы взвесить плюсы и минусы различных вариантов структуры капитала с учетом сложившейся рыночной ситуации и отслеживаемых тенденций и предложить оптимальную с точки зрения создания стоимости структуру долгосрочных источников.

Следует предостеречь финансовых директоров, которые предполагают возможность заимствовать величину оптимального соотношения между собственными и заемными средствами из финансовой отчетности компаний, работающих на мировом рынке. Многочисленные исследования показывают, что оптимум зависит не только от сферы деятельности, но и от институциональной среды, в которой работает компания. Большое влияние на разработку финансовой стратегии оказывает также структура собственности. В академической литературе с подачи Стюарта Майерса возник даже термин «финансовая архитектура компании», который подчеркивает тесную взаимосвязь и взаимозависимость таких характеристик бизнеса, как институциональная среда, структура собственности, финансовая структура и структура капитала. Внутренние элементы функционирования компании (вопросы внутреннего выбора — структура капитала, финансовая структура, структура собственности) для максимизации рыночной оценки должны быть сбалансированы и согласованы с внешней средой (институциональными характеристиками бизнес-окружения), среди которых целесообразно выделять: степень развития финансового рынка, включая рынок капитала и корпоративного контроля; государственное регулирование; уровень конкуренции на рынках труда, товаров и услуг.

Создание ОАО «ТНК-ВР Холдинг» в сентябре 2003 г. на паритетных началах группой «Альфа» с компанией «Ренова» и британским нефтяным холдингом *BP* позволяет за трехлетнюю историю компании отследить изменение политики заимствования. Если на момент образования компании отношение долга ко всему капиталу составляло 7% при величине чистого долга на уровне 1,8 млрд долл., то с приходом финансового директора Кента Поттера оптимальный уровень финансового рычага был определен на конец 2004 г. на уровне 25—35% с приемлемой величиной долга в 3 млрд долл. К 2005 г. долгосрочный долг вырос до 3,8 млрд долл., составив в общем капитале компании 41,7%, что соответствует общемировому уровню по нефтяным холдингам. При этом компании удается

удерживать соотношение между величиной долга и *EBITDA*, не превышающее единицы, а коэффициент покрытия процентов (*ICR*) равен 114¹.

Главный недостаток наличия заемного капитала — возможность потери контроля над компанией. Например, нежелательная ситуация сложилась в 2005—2006 гг. для собственников компании «Евросеть». В 2005 г. коммерческий банк «Уралсиб» предоставил компании трехмесячный кредит на 50 млн долл. с правом конвертации в акции, и в марте 2006 г. конвертировал его в 7,53% голландской компании *Dalnink Holding*, которая является материнской по отношению к «Евросеть». Только в декабре 2006 г. владельцам «Евросети» удалось выкупить акции обратно и консолидировать полный контроль.

Ситуация может существенно обостриться, если кредитор заинтересован в получении ряда активов компании-заемщика или получении полного контроля над компанией. Такая ситуация сложилась у *Cukurova Group*, которая является совладельцем актива, привлекательного для группы «Альфа», — турецкого сотового оператора *Turkcell*. В ноябре 2005 г. *Cukurova Group* взяла кредит у группы «Альфа» под залог своей доли в турецком операторе связи. В апреле 2007 г. «Альфа», ссылаясь на ряд нарушений в выполнении условий заимствования, потребовала досрочного расторжения и погашения кредита в размере 1,35 млрд долл. Более того, группа отказалась принимать кредит деньгами и потребовала залоговое имущество, т.е. акции сотового оператора, что позволит «Альфе» стать контролирующим акционером в *Turkcell*.

Еще один недостаток работы на заемном капитале для российских компаний существовал до 2006 г., когда налоговое законодательство не позволяло вычитать НДС при покупке оборудования на заемные средства. В 2006 г. в законодательство были внесены поправки и теперь такой проблемы с увеличением основного капитала за счет заемных средств нет.

¹ Годовая финансовая отчетность. Режим доступа : <http://www.tnk-bp.ru>.

В работе финансового директора сложный выбор состоит в обосновании целесообразности работы на заемном капитале как постоянном источнике финансирования, а не как временном, вынужденном инструменте покрытия кассовых разрывов. Для временного покрытия недостающих денежных средств на выплату заработной платы в срок или для расчета с поставщиками, финансовый директор обращается к кредиторам, т.е. вступает в контакт с финансовым рынком. Однако в данном случае речь не идет о дополнительно создаваемой стоимости, задействовании финансовых рычагов ее максимизации. Чтобы рычаги заработали, нужна взвешенная политика, а значит, нужно соотнести все выгоды, которые дает заемный капитал с прямыми и косвенными (скрытыми) издержками.

Выгоды работы на заемном капитале часто трактуются в терминах «эффекта финансового рычага», издержки — как «долговое бремя». Рассмотрим сложившуюся практику сопоставления их.

5.3. Диагностирование «эффекта финансового рычага» и долговой нагрузки

«44% менеджеров утверждают, что их компания имеет четкий или достаточно четкий коэффициент долговой нагрузки (долг/собственный капитал). 37% заявили, что придерживаются гибкого коэффициента. 19% менеджеров сказали, что у их компаний нет целевого коэффициента долговой нагрузки. Чем крупнее компания, тем скорее она придерживается целевого коэффициента.» *Из результатов опроса финансовых директоров, проведенного Дж. Грэхэмом и К. Харви в 2001 г.*

Работа на заемном капитале многообразно проявляется в традиционно фиксируемых финансовых показателях компании. Введем обозначения и оговорим терминологию. Соотношение собственных и заемных средств получило название **финансового рычага**. Обозначим величину собственного капитала через E (equity), заемного капитала через D (debt), всего капитала по балансовой оценке через CE (capital employed). Напомним, что речь идет о постоянно используемых источниках финансирования активов компании,

спонтанные, разово привлекаемые источники в анализе не участвуют. Весь капитал, фиксируемый по рыночной оценке, часто обозначается через V . Количественное выражение рычага может фиксироваться по-разному: CE / E , D / E , D / CE , D / V . Для компании, которая работает на заемном капитале или, как говорят на профессиональном финансовом языке, является «рычаговой», наблюдаются следующие особенности.

Во-первых, в тех компаниях, где имеет место финансовый рычаг показатель доходности собственного капитала (ROE) превышает доходность активов (ROA). При любой величине финансового рычага и любой ставке процента по займам это соотношение будет выполняться и вводить в заблуждение собственника. Ловушка заключается в том, что на самом деле не любой заемный капитал выгоден для собственника. Его выгоды возникают только при определенных соотношениях между доходностью деятельности и процентной ставкой по займам. Однако сопоставление традиционно фиксируемых коэффициентов ROE и ROA не позволяет выявить условия нецелесообразности работы на заемном капитале. Потребуется показатель отдачи на инвестированный (или вложенный) капитал — $ROCE$. Напомним, что показатель $ROCE$ рассчитывается на базе посленалоговой операционной прибыли, т.е. суммы чистой прибыли (NI), процентов по заемному капиталу (I) и эффектов налогового щита по заемному капиталу (IT):

$$NOPAT = NI + I + IT = EBIT(1 - T);$$

$$ROCE = NOPAT / CE.$$

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

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

k_d — посленалоговая ставка заимствования, которая равна произведению требуемой доходности по заемному капиталу на выражение $(1 - \text{Ставка налога на прибыль})$.

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

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

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

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

Нефинансовым, или *операционным*, рычагом является показатель $ROCE$. Его значение зависит от выбранной маркетинговой политики и политики управления активами (запасами, дебиторской задолженностью) и издержками, т.е. величина $ROCE$ зависит от эффективности инвестиционных решений компании — какие активы компания использует и насколько эффективно их задействует. Классическая формула Дюпона выводит ключевые операционные рычаги влияния на $ROCE$:

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

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

Финансовыми механизмами являются: соотношение между собственными и заемными средствами, т.е. собственно финансовый рычаг или, как иногда можно встретить в литературе, выражение, заимствованное из механики, — плечо рычага; разность между операционной доходностью на вложенный капитал и стоимостью заемного капитала. Иногда можно встретить выражение для этой разницы — «дифференциал рычага». Чем дешевле финансовому директору удастся привлечь заемный капитал, тем, при прочих равных, больше будет дифференциал и выше значение *ROE*. Чем больше компания сумеет привлечь заемного капитала при той же ставке процента, тем выше будет эффект финансового рычага.

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

Одна из основных задач финансового директора — отслеживать изменения и выявлять тенденции на рынках капитала и в зависимости от этого рефинансировать займы с целью снижения платы за используемый капитал. Один из часто применяемых инструментов у российских компаний — комбинирование заимствований на российских и зарубежных рынках, банковских и облигационных займов. Например, постепенное укрепление рубля сделало заимствования в валюте в 2005—2007 гг. более выгодными. Кроме того, за последние несколько лет процентные ставки по евробондам уменьшились в среднем с 12 до 6% — по годовым размещениям и с 10 до 7%

— при размещении на три года. По крупнейшим 15 российским заемщикам средняя долгосрочная ставка зарубежных заимствований составила 8%, на российском рынке — 12%. Однако эффективный «входной билет» на рынок еврооблигаций достаточно высок — при размещении суммы не менее 40—70 млн долл. Привлечение заемного капитала с российских бирж обычно целесообразно начиная с 150 млн руб. Заметим также, что не всегда размещение на европейском рынке проходит удачно, важно бывает не прогадать в выборе момента выхода на рынок заимствований, учесть наличие свободных денег у потенциальных кредиторов, складывающиеся ставки. Например, не очень удачным оказался выход в сентябре 2006 г. на рынок еврооблигаций «ЕвразХолдинга». Фактически облигации вынужден был выкупить андеррайтер.

Так как ставки заимствования на зарубежных и российских рынках различаются, то отслеживание их динамики является важной составной частью финансовой работы в компании. Крупные компании могут привлекать деньги на развитых рынках практически без посредников и больших комиссионных платежей, поэтому различия в процентных ставках по рублевым и валютным заимствованиям часто становятся определяющими их выбор. Например, руководство НК «Роснефть» собиралось осенью 2007 г. для рефинансирования имеющихся займов выпустить еврооблигации на сумму порядка 4—5 млрд долл. со сроком обращения до 30 лет. Вопрос о рефинансировании в компании стоит очень остро, так как из общего долга в размере 27,3 млрд долл. до середины 2008 г. должно быть погашено порядка 17 млрд долл. Однако из-за кризиса ликвидности на мировом рынке и удорожании заемных денег руководство вынуждено было пересмотреть планы и отказаться от валютных заимствований. В октябре 2007 г. совет директоров одобрил выпуск рублевых облигаций на сумму 45 млрд руб.

При выборе между рублевыми и валютными заимствованиями не следует ориентироваться исключительно на соотношение процентных ставок. Грамотная финансовая политика заключается прежде всего в

балансировке доходов и обязательств по рискам, включая как сроки обращения, так и валютные риски. Например, если компания планирует и получает все доходы в рублях, то наличие валютных обязательств требует хеджирования валютных рисков, что является затратной операцией и должно быть учтено при принятии решения.

Пример российских операторов связи показывает выбор политики избегания валютных рисков. К 2007 г. 98% долговых обязательств МТС (в сумме более 3 млрд долл.) были номинированы в долларах. Это было допустимо в связи с тем, что до июня 2006 г. тарифы были привязаны к доллару. С января 2007 г. доходы МТС и других операторов связи номинированы в рублях. На 2007 г. МТС запланировала размещение рублевого облигационного займа, выводимого на рынок несколькими траншами с разными сроками обращения, который собирается направить на рефинансирование валютных обязательств. Аналогичную политику рефинансирования реализует и «Вымпелком». Однако несмотря на сближение ставок по валютным и рублевым облигациям, которое произошло в 2006 г., на 2007 г. рублевые заимствования на 30—50 базисных пунктов дороже валютных.

Наиболее длинные облигационные займы удается привлекать «Газпрому». Срок погашения по ним доходит до 2034 г. Корпорации «Вымпелком» и «ТНК-ВР» привлекают деньги с погашением в 2016 г., «Алроса» — в 2015 г., «МТС» — в 2014 г.

Интересную форму привлечения заемного капитала через облигации с офертой реализовала в феврале 2004 г. группа компаний «Интеко» Е. Батуриной. В 2002—2007 гг. компания активно использовала заемный капитал для реализации стратегии роста по всем направлениям, включая строительный. Традиционной формой кредитования были банковские займы (наиболее крупный кредитор — «Банк Москвы»). На тот момент практически все строительные компании шли по пути банковского или вексельного финансирования. К началу 2004 г. «Интеко» в значительной степени исчерпала возможности наращивания банковских обязательств и предприняла попытку выйти на рынок облигаций. На тот момент основные компании-конкуренты в строительной отрасли привлекали заемный капитал в

рублях под 16—20% годовых. Требуемая доходность по «Интеко» оценивалась в 14—15% с учетом объемов деятельности и кредитных рисков. Компания пошла по пути формирования купонной ставки по трехлетним рублевым облигациям на аукционе. Поручителями по платежам облигаций выступили строительный комбинат и два цементных завода. Компания намеревалась привлечь 1,5 млрд руб. На участие в торгах было подано 74 заявки, авторы которых стремились поднять планку доходности до требуемых 14%. Это заставило генерального директора Е. Батурина повести себя достаточно жестко, зафиксировав привлекаемую сумму в 290 млн руб. с купонной доходностью 10,95%. Можно было бы сказать, что аукцион не состоялся, если бы не возможность для кредиторов покупки дополнительных облигаций на ММВБ в режиме переговорных сделок. Это дополнительное количество позволило компании в итоге привлечь порядка 1,2 млрд руб. под купонную доходность 10,95%. Заметим, что с учетом трехлетнего срока обращения облигации доходность к погашению по ним составляла на 2004 г. 11,25%, а доходность к годовой оферте, по которой компания брала обязательства выкупить под 102% от номинала, — 13,31%.

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

Возможный алгоритм анализа с учетом выгод и рисков для всех владельцев финансового капитала — рассмотрение поведения величины *WACC* при изменении финансового рычага (см. подразд. 5.3).

5.4. Финансовый рычаг успешных компаний — ориентир для компаний рынка

«Главный вывод работы (опрос 392 CFO Дж. Грэхэма и К. Харви в 2001 г.) звучит следующим образом: выбирая свою структуру капитала, компании на практике предпочитают пользоваться не какими-то теориями или моделями, а простыми эвристическими подходами (что-то вроде техники «на глазок»).»¹

На практике компании часто ограничивают величину заемного капитала с учетом сложившихся за многолетнюю историю успешных компаний пропорций. Эти «нормальные пропорции» позволяют сохранять возможность расплатиться по обязательствам и не создать для кредитора и других заинтересованных лиц (например, персонала) озабоченность по поводу будущего компании. Существуют «приемлемые» пропорции как по отношению к величине активов или задействованному капиталу, так и к другим базовым финансовым показателям деятельности.

Например, ОАО «РЖД» фиксирует целевое соотношение долга к выручке. До 2009 г. в финансовый план заложено поддержание долга на уровне 10% выручки, далее допускается рост долга и изменение пропорции до уровня 24%. Это позволит к 2010 г. нарастить долг до 350 млрд руб. (порядка 13,5 млрд долл.). Для ритейлеров приемлемым является доля чистого долга в выручке не более 20%. Те компании, которые работают на более высоком финансовом рычаге (например, ТД «Копейка», сеть «Вестер» (Калининград), сеть «Незабудка» (Челябинск)), сталкиваются с большими проблемами в реализации планов роста и вынуждены вести особую работу с инвесторами, убеждая их в надежности компании. Часто мажоритарные

¹ Рудык, Н. Б. Структура капитала корпораций / Н. Б. Рудык. — М. : Дело, 2004. — С. 183.

собственники вынуждены предоставлять гарантии личным капиталом (как это имело место в 2007 г. по собственнику «Копейки» Н. Цветкову).

Еще один ориентир для формирования целевого уровня долга — величина денежных средств, доступных для погашения обязательств (как процентов, так и самого долга). Наиболее часто для оценки риска невозможности обслуживать долги применяют операционную прибыль (*EBIT*). Более корректными показателями являются *EBITDA* или *OCF* (операционный денежный поток из отчета о движении денежных средств). Заметим, что выжны интересуют не разовые значения, а наблюдаемая тенденция в поведении этих финансовых показателей, вычленение неких устойчивых значений, возможных при соблюдении типичных условий функционирования компании. В финансовой стратегии компании часто фиксируется целевое соотношение чистого долга (иногда называемого чистой задолженностью) к величине *EBITDA*. Коэффициент чистого долга показывает срок окупаемости долга по показателю *EBITDA*. Чистый долг равен разности величина постоянно используемых заемных средств и денежные средства на счетах, в кассе.

Коэффициент чистого долга на уровне не больше 2 считается приемлемым (консервативным). «С моей точки зрения, у нас небольшой долг. Наша *EBITDA*, которая составляет около 2 млрд долл., позволяет нам занимать в 2—3 раза больше... Для нас принципиально важны надежность и профессионализм кредитной организации, конкурентоспособность предоставляемых финансовых условий, а также полное взаимопонимание и доверие друг к другу»¹. Критическим значением превышения долга над *EBITDA* (или *OIBDA* для операторов связи) является уровень 4. Компании, которые работают на низком коэффициенте чистого долга (например, у «МТС» на 2007 г. соотношение долгов к *OIBDA* меньше единицы) рассматриваются рынком как консервативные в финансовой политике.

¹ Интервью генерального директора «Металлоинвеста» М. Ю. Губиева газете «Ведомости» от 13 сентября 2006 г.

Например, по ОАО «Центртелеком» на 2007 г. фиксируется отношение чистой задолженности к *EBITDA* на уровне 1,72. При разработке инвестиционной программы компании до 2012 г. заложены целевые значения структуры капитала с ориентацией на коэффициент окупаемости долга. Отношение чистой задолженности к *EBITDA* на 2008 г. запланировано на уровне 1,44, а на 2012 г. — на уровне 0,92.

Еще один нормативный коэффициент, часто фиксируемый в финансовой политике компаний — коэффициент покрытия процентов (*ICR*). Он рассчитывается как отношение *EBITDA* к годовым процентным платежам. Часто компании считают приемлемым уровнем заимствования значения коэффициента *ICR* не меньше 3.

Ряд компаний российского рынка демонстрируют крайне агрессивную финансовую политику. Например, компании «Русснефть», «Роснефть», аптечная сеть «36,6». Агрессивная финансовая политика «Русснефти» поддерживалась тесными неформальными отношениями с кредиторами («БИНбанком» и крупным трейдером *Glencore*). Привлечение заемного капитала «Роснефтью» поддерживается со стороны государства. В результате за 2006 год долг «Роснефти» (порядка 34 млрд долл.) в 4,7 раза превышал показатель *EBITDA*. Кроме того, срок включенных в расчет обязательств достаточно короткий (1,5—2 года), что еще более увеличивает риск работы на заемном капитале. Вариантами решения проблемы высокого кредитного риска («ремонта долгового баланса») менеджмент компании рассматривает: продажу непрофильных активов; рефинансирование долгов с целью удлинения срока обращения и снижения стоимости; продажу на открытом рынке или стратегическим инвесторам (например, французской нефтяной компании *Total*) части собственных акций.

Аптечная сеть «36,6», управляющая 854 аптеками в 26 регионах РФ, на 2007 г. из-за агрессивной политики роста работает на коэффициенте чистого долга,

превышающем 10 (общая задолженность по кредитам на конец 2006 г. составила 253,1 млн долл., а *EBITDA* за 2006 г. — 25,5 млн долл. (с учетом фармпроизводителя ОАО «Верофарм»). На 2007 г. сеть планирует вложить в развитие не менее 200 млн долл., поэтому вынуждена изыскивать самые разнообразные заемные источники и разрабатывать все возможные недолговые способы привлечения денег.

Компания первой на российском рынке обратила внимание на возможность размещения биржевых облигаций, которые не требуют регистрации в ФСФР России проспекта эмиссии и отчета об итогах размещения, что сокращает срок от принятия решения по привлечению денег до непосредственного привлечения капитала. Требования к биржевым облигациям — котироваться на той же бирже, где котируются акции публичной компании-эмитента, срок обращения меньше года. Сокращение сроков позволяет компаниям в полной мере задействовать финансовый маркетинг¹.

Так как дальнейшее увеличение прямых заимствований компании невозможно, то менеджменту приходится искать нетривиальные схемы привлечения денег. Так, в начале 2007 г. компания передала долю компании «Верофарм» в совместный с зарубежными банками проект, который на вложенные банками деньги возьмет на себя решение задач скупки аптечных компаний на рынке, т.е. продолжит реализацию стратегии географической диверсификации сети. В июле 2007 г. компания объявила о планах разместить допэмиссию акций в размере 15,8% увеличенного уставного капитала². Параллельно рассматривается вариант привлечения стратегического инвестора (например, это может быть британская розничная аптечная сеть *Boots* или немецкая компания *Celesio*). Особенность привлечения стратегического инвестора заключается в создании

¹ Регистрация на бирже может занять не более двух недель, в то время как регистрация в ФСФР России занимает месяц.

² Ведомости, 7 августа 2007 г.

возможности через опционный контракт увеличения доли до блокирующего пакета, а в последствии — и контрольного.

Изменение структуры собственности при получении контроля банковской группе, передача функций управления наемному менеджменту часто порождают сдвиг норматива финансового рычага в большую сторону. Например, переход в 2006 г. полного контроля к ФК «Уралсиб» над розничной сетью «Копейка» позволил сети резко увеличить выручку за счет поглощений на заемные средства, что выразилось в увеличении коэффициента чистого долга (отношение чистого долга к *EBITDA*) до 7.

Критическая величина долга часто диктует специфику финансирования сделок по реструктуризации компании, по трансформации ее из публичной в частную. Например, руководство и крупные собственники канадского производителя автокомпонентов *Magna* в 2006 г. отказались от схемы выкупа акций с рынка на заемные средства из-за нежелания увеличивать финансовый рычаг. Руководство пошло по пути проведения закрытой дополнительной эмиссии акций, которая позволит привлечь капитал новых стратегических инвесторов (*Veleron Holding*, принадлежащий группе «Базэл») и уже на эти привлеченные деньги собственного капитала осуществить выкуп свободно обращающихся акций.

5.5. Метод анализа операционного риска в обосновании предельного уровня долговой нагрузки

«Если фирма может быть уверена в получении прибылей, то скорее всего будет иметь место чистая экономия на налогах вследствие займов. Но фирмам, имеющим мало шансов получить прибыли достаточные, чтобы воспользоваться налоговой защитой корпоративной прибыли, займы если и дают чистые

преимущества в налогообложении, то весьма
незначительные.»¹

На рис. 5.2 показаны наиболее часто используемые в современной финансовой аналитике подходы к обоснованию приемлемой для компании величины заемного капитала (постоянно используемых платных заемных источников финансирования). Оптимальная величина долга — та, которая максимизирует целевую функцию. С точки зрения финансовой аналитики и управления важны следующие финансовые функции:

- ✓ максимизации рыночной стоимости акционерного или всего инвестированного капитала;
- ✓ максимизация стейкхолдерской стоимости (т.е. выгод всех владельцев капитала, как финансовых, так и нефинансовых);
- ✓ максимизация прибыли собственникам (показателя *EPS*) при поддержании определенного уровня финансовой устойчивости;
- ✓ минимизация рисков или поддержание риска осуществления деятельности на определенном зафиксированном уровне.

В зависимости от выбора целевой функции финансового управления работники финансово-экономической службы компании или финансовые консультанты строят обоснование допустимой для компании величины постоянно используемого заемного финансирования.

¹ Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М. : Олимп-бизнес, 1997. — С. 488.

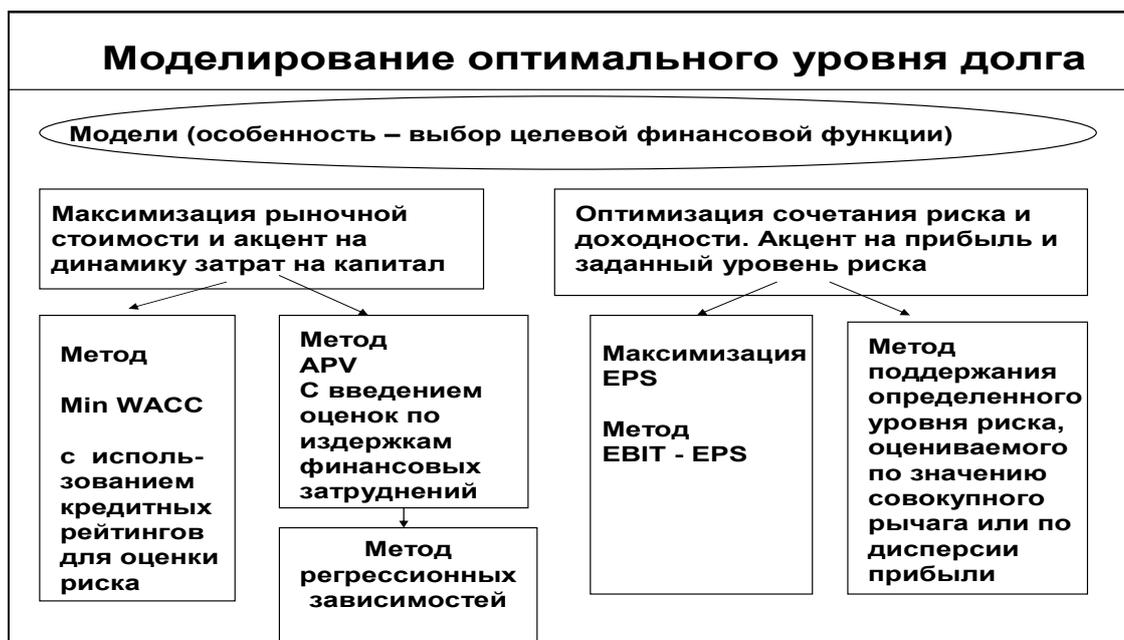


Рис. 5.2. Разнообразие моделей и методов количественного обоснования уровня долговой нагрузки

Модели WACC и APV строятся на предпосылке о максимизации рыночной стоимости компании. В модели WACC предполагается, что точка максимума стоимости достигается при минимизации затрат на капитал. Это позволяет построить алгоритм рассмотрения сценариев разных значений финансового рычага. В модели APV акцентируется внимание на влияние финансового рычага на величину налоговых выгод и неоперационные издержки (прямые и косвенные) работы на заемном капитале. В моделях балансирования выгод риска и доходности акцент делается на оценку риска и построение приемлемого уровня долга с целью сохранения платежеспособности.

Главный барьер для работы на заемном капитале — волатильность операционной прибыли и высокий операционный риск. На практике в рамках этого направления финансового моделирования могут быть реализованы два метода: наложения рычагов и волатильности EBIT. Общая идея методов состоит в том, что чем более значимы факторы операционного риска, тем более нестабильны (на профессиональном финансовом языке — волатильны) прогнозные значения операционной прибыли (EBITDA, EBIT) и тем меньше

соответственно компания может взять на себя дополнительный финансовый риск и меньше должен быть финансовый рычаг.

Идея, закладываемая в *метод наложения рычагов*, — наличие допустимого уровня совокупного риска, который является результатом совместного влияния (наложения) факторов операционного и финансового рисков. Количественно совокупный риск выражается через большую нестабильность ожидаемой величины чистой прибыли по сравнению с предполагаемой изменчивостью выручки. Причина большей нестабильности — наличие постоянных издержек в структуре затрат компании. Количественно значения рычагов рассчитываются по формуле эластичности.

Рассмотрим метод наложения рычагов на примере.

Компания «Жаркая кровь», производитель машинных масел, ежегодно продает порядка 90 тыс. т. При этом уровне продаж операционная прибыль (*EBIT*) в среднем составляет 50 млн долл. и расчетный эффект сопряженного рычага для отчетного объема продаж равен 2,1 (таким образом, эластичность чистой прибыли к изменению выручки — 2,1).

Собственники компании рассматривают значение эффекта сопряженного рычага на уровне 2,1 как оптимальное, так как при таких колебаниях чистой прибыли компания сможет обеспечить выплаты по привилегированным акциям, продолжить инвестиционные и социальные программы. Например, если допустимая волатильность (нестабильность, изменчивость) чистой прибыли оценивается собственниками в 25%, а маркетологи дают прогноз изменчивости спроса на продукцию и соответственно выручки на уровне 52% от достигнутого, то эффект сопряженного рычага по компании оценивается в 2,1 (52/25). Более высокое значение сопряженного рычага будет означать потенциальную возможность недостаточности прибыли для дальнейшего функционирования.

Заемный капитал компании состоит из 24 млн долл. облигационного займа (балансовая оценка) с 12% купонной ставкой (для простоты предположим, что заем бессрочный). Руководство рассматривает

возможность постановки новой производственной линии взамен изношенной старой. Эта замена не приведет к росту объема производства или изменению качества, но структура издержек поменяется, что отразится на эффекте операционного рычага.

Для ответа на вопрос, может ли компания увеличить уровень долга и профинансировать инвестиционное решение за счет заемных средств, следует понять, как изменится структура издержек и не увеличится ли операционный риск компании. В методе наложения рычагов операционный риск диагностируется по коэффициенту эластичности операционной прибыли, т.е. по операционного рычага (ЭОР).

Эффект операционного рычага в точке Q объема продаж можно рассчитать по формуле

$$\text{ЭОР} = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q} = \frac{\Delta(Q \times P - Q \times v - F) / (Q \times P - Q \times v - F)}{\Delta Q / Q},$$

которая показывает, на сколько процентов изменится операционная прибыль при изменении выручки на 1%, а также по формуле

$$\text{Эффект операционного рычага} = \frac{\text{Маржинальный доход} / \text{Операционная прибыль}}{(\text{Операционная прибыль} + \text{Условно-постоянные издержки}) / \text{Операционная прибыль}}.$$

Предположим, что новое значение операционного рычага будет равно 1,9. Изменение эффекта рычага связано с изменением структуры издержек. При отсутствии постоянных издержек эффект операционного рычага равен 1 (1%-е изменение объема реализации и выручки при постоянстве цен приводит к 1%-му изменению операционной прибыли). Чем больше доля постоянных издержек, тем выше будет значение ЭОР. Таким образом, с ростом постоянных издержек операционная прибыль становится более чувствительной к факторам операционного риска.

До принятия проекта ежегодные выплаты по заемному капиталу составляли 12% от 24 млн долл., т.е. 2,88 млн долл.

Для рассматриваемой компании после принятия проекта эффект операционного рычага составит 1,9. Так как

$$1,9 = \text{Маржинальный доход} / 50 = 1,9,$$

то маржинальный доход (разность выручки и переменных издержек) составляет 95 млн долл.

Чтобы эффект сопряженного рычага (ЭСР) сохранился на уровне 2,1 должно выполняться следующее соотношение: $95 / (\text{Операционная прибыль} - \text{Финансовые выплаты}) = 2,1 = \text{ЭСР}$.

Напомним, что ЭСР показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении объема производства (реализационного дохода) на 1%. Две формулы расчета могут использоваться. Для расчета ЭСР можно использовать следующие формулы:

$$\text{Эффект сопряженного рычага} = \text{Маржинальный доход} / (\text{Выручка} - \text{Издержки (операционные и финансовые)}) = (PQ - vQ) / (PQ - vQ - F - I) = (EBIT + F) / (EBIT - I);$$

$$\text{Эффект сопряженного рычага} = (\text{Эффект операционного рычага})(\text{Эффект финансового рычага}),$$

где эффект финансового рычага (ЭФР) равен процентному изменению чистой прибыли на однопроцентное изменение операционной прибыли, т.е. показывает насколько чувствительна чистая прибыль по отношению к операционной.

Соотношение по ЭСР выполняется при величине ежегодных финансовых выплат на уровне 4,76 млн долл., что превышает финансовую нагрузку на прибыль, которая была до принятия проекта. Таким образом, проект, обеспечивающий снижение операционного рычага, позволяет увеличить ежегодные финансовые оттоки на 1,88 млн долл. При сохранении условий заимствования (и игнорировании агентских издержек, издержек

банкротства) заемный капитал компании может быть увеличен на 15,66 млн долл. (1,88/0,12).

Второй из возможных подходов к обоснованию величины долговой нагрузки на базе анализа факторов операционного риска (тех, которые приводят к нестабильности ожидаемой величины операционной прибыли) иногда называют методом волатильности (изменчивости) операционной прибыли.

Метод волатильности EBIT (операционной прибыли) позволяет определить допустимый уровень долга в структуре капитала компании, исходя из допустимой вероятности наступления финансовых затруднений (банкротства), который задается исходя из пожеланий собственников. Для применения метода не требуется котирование акций компании на рынке. Необходимая информация — оценка волатильности операционной прибыли по прошлым данным (статистическая база по компании или отрасли) или по оценкам экспертов с учетом анализа изменений на рынке в будущем. Предполагается, что вероятность банкротства и финансовых затруднений зависит исключительно от волатильности операционной прибыли. Чем более нестабильна прибыль компании, тем выше вероятность невозможности расплатиться по долгам и попасть в ситуацию неплатежеспособности.

Для заданного уровня вероятности банкротства определяется целевой уровень финансового рычага компании. Если уровень финансового рычага больше максимально допустимого, то даются рекомендации по его снижению. Если фактический уровень финансового рычага меньше допустимого, то рассматриваются варианты его повышения.

Финансовые трудности могут возникнуть в ситуации, когда $EBIT < DP$ в рассматриваемые моменты времени ($EBIT$ — значение операционной прибыли, DP — долг и проценты, подлежащие к уплате в данном периоде).

Вероятность наступления финансовых трудностей при заданном уровне долга

$$p = P(EBIT < DP) = \int_{-\infty}^{DP} f(EBIT)dEBIT;$$

$$\frac{\overline{EBIT} - DP}{\sqrt{\tilde{\sigma}^2}} / t_{n-1}.$$

Здесь \overline{EBIT} — средняя величина прибыли, $\overline{EBIT} = \Sigma EBIT_i / n$; DP — показатель долговой нагрузки на прибыль; $\tilde{\sigma}^2$ — дисперсия прибыли, $\tilde{\sigma}^2 = \Sigma (EBIT_i - \overline{EBIT})^2 / (n - 1)$; t — статистика (statistic), имеющая распределение Стьюдента с $(n - 1)$ степенями свободы; n — количество периодов (лет), за которые известны значения прибыли.

Далее приведен алгоритм реализации метода волатильности прибыли.

1. Задается приемлемая вероятность финансовых затруднений.

2. Рассчитывается величина показателя $\frac{\overline{EBIT} - DP}{\sqrt{\tilde{\sigma}^2}}$ как значение функции обратного распределения Стьюдента с $(n - 1)$ степенями свободы от допустимой вероятности наступления финансовых трудностей. Волатильность операционной прибыли оценивается обычно по финансовой отчетности за ряд последних лет работы компании.

3. Определяется показатель долговой нагрузки на прибыль (DP) исходя из найденной величины $\frac{\overline{EBIT} - DP}{\sqrt{\tilde{\sigma}^2}}$. Рассчитываются приемлемые величины долга и финансового рычага.

Важным элементом анализа является таблица соответствия вероятности банкротства и кредитного рейтинга (табл. 5.1).

Таблица 5.1

Таблица соответствия вероятности банкротства и кредитного рейтинга

| Кредитный рейтинг | Вероятность дефолта, % |
|-------------------|------------------------|
| <i>D</i> | 75,0 |
| <i>C</i> | 60,0 |
| <i>CC</i> | 52,5 |
| <i>CCC</i> | 46,6 |

| | |
|------------|------|
| <i>B-</i> | 32,5 |
| <i>B</i> | 26,4 |
| <i>B+</i> | 19,3 |
| <i>BB</i> | 12,2 |
| <i>BB+</i> | 7,3 |
| <i>BBB</i> | 2,3 |
| <i>A-</i> | 1,4 |
| <i>A</i> | 0,5 |
| <i>A+</i> | 0,4 |
| <i>AA</i> | 0,3 |
| <i>AAA</i> | 0,0 |

Покажем применение метода волатильности *EBIT* на численном примере.

Исходя из финансовой отчетности по прошлым годам прибыль регионального производителя конфет принимала значения, показанные в табл. 5.2.

Таблица 5.2

Параметры для расчета оптимальной величины долга в 2002—2004 гг., млн руб.

| Показатель | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|------|------|----------|
| <i>EBIT</i> | 3348 | 1054 | 3223 |
| Усредненное значение прибыли <i>EEBIT</i> | — | — | 2541,667 |
| Волатильность прибыли (стандартное отклонение) (standard deviation in operating income) | — | — | 1053,176 |

Балансовая оценка собственного капитала — 1890 млн руб.. Метод позволяет сформировать рекомендации по допустимой величине заемного капитала.

Если вероятность неплатежа задана на уровне 7,3% (что соответствует кредитному рейтингу *BB+*), то метод позволяет:

- 1) рассчитать $(E \times EBIT - DP) / (\text{Standard deviation}) = 2,321355$;

2) определить величину приемлемых годовых процентных платежей или критический уровень годовых выплат (Break-even debt payment), равную 96,87062;

3) в соответствии с кредитным рейтингом (по уровню вероятности финансовых затруднений) оценить спред корпоративного дефолта (спред доходности) к безрисковой доходности. Кредитному рейтингу *BB+* соответствует спред в 2%, следовательно, при безрисковой доходности в 8,5% приемлемая величина требуемой доходности по заемному капиталу составит 10,5%;

4) моделируя работу на заемном капитале на бесконечном временном промежутке, рассчитать максимально допустимую величину долга для компании по формуле бессрочного аннуитета: $PV_{debt} = 96,9 / 0,105 = 922,577$. Исходя из балансовой оценке собственного капитала в 1890 млн руб., финансовый рычаг составит 49% как отношение заемного капитала к собственному и 32,8% как доля заемного капитала в общем капитале компании.

Покажем, как будет меняться рекомендация относительно финансового рычага при других допустимых значениях вероятности финансовых затруднений (табл. 5.3).

Таблица 5.3

Моделирование финансового рычага

| Показатель | Варианты | | | | | |
|--|------------|-----------|-----------|----------|-----------|------------|
| Задаваемая вероятность неплатежа, % | 7,30 | 12,20 | 19,30 | 26,40 | 32,50 | 46,60 |
| $(E EBIT) - DP) /$ (Standard deviation) | 2,321355 | 1,633351 | 1,100115 | 0,757157 | 0,528396 | 0,09639 |
| Выплаты по займам в год (Debt payment) | 96,87062 | 821,4598 | 1383,052 | 1744,247 | 1985,173 | 2440,151 |
| Кредитный рейтинг S&P | <i>BB+</i> | <i>BB</i> | <i>B+</i> | <i>B</i> | <i>B-</i> | <i>CCC</i> |

| | | | | | | |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| Спред доходности, % | 2 | 2,50 | 3,25 | 4 | 6 | 8 |
| Требуемая доходность по долгу ($k_f + \text{Спред}$), % | 10,50 | 11,00 | 11,75 | 12,50 | 14,50 | 16,50 |
| Величина долга (рекомендация) | 922,5774 | 7467,816 | 11770,66 | 13953,97 | 13690,85 | 14788,8 |
| Финансовый рычаг как $D/(D + E)$, % | 32,80 | 79,80 | 86,16 | 88,07 | 87,87 | 88,67 |

Рассмотрим еще один пример расчета оптимальной величины долга методом волатильности операционной прибыли¹. В табл. 5.4 показано, как менялась операционная прибыль по годам компании ООО «Детский возраст» — производителя детской одежды.

Таблица 5.4

Динамика прибыли компании ООО «Детский возраст»

| Год | Операционная прибыль (EBIT), тыс. долл. | Изменение операционной прибыли по годам, % |
|------|---|--|
| 1988 | 920 | - |
| 1989 | 970 | 5,43 |
| 1990 | 980 | 1,03 |
| 1991 | 1020 | 4,08 |
| 1992 | 1230 | 20,59 |
| 1993 | 970 | -21,14 |
| 1994 | 1020 | 5,15 |
| 1995 | 1780 | 74,51 |
| 1996 | 2300 | 29,21 |
| 1997 | 2800 | 21,74 |
| 1998 | 2208 | -21,16 |
| 1999 | 2100 | -4,87 |
| 2000 | 2400 | 14,29 |

¹ Этот метод продемонстрирован для компании Боинг на сайте профессора А. Дамодарана. Режим доступа : <http://www.damodaran.com>.

| | | |
|---|------|--------|
| 2001 | 2600 | 8,33 |
| 2002 | 3120 | 20,00 |
| 2003 | 2100 | -32,69 |
| 2004 | 3200 | 52,38 |
| 2005 | 3530 | 10,31 |
| 2006 | 4450 | 26,06 |
| Среднее значение | — | 11,85 |
| Волатильность (стандартное отклонение) | — | 26,21 |

Прогнозируемое на 2007 г. значение *EBITDA* составляет 4900 тыс. долл. Компания предполагает работать на заемном капитале, причем ежегодно собирается погашать 10% от привлеченных заемных средств. Таким образом, в величину ежегодно уплачиваемых платежей включаются как проценты за заемные средства (ставка процентов равна 11%), так и погашение части «тела займа». Собственники устанавливают приемлемый уровень риска (как вероятности дефолта по погашению обязательств) в 10%.

Стандартное отклонение прибыли составляет 26,21%. Показатель *t*-статистики, соответствующий заданному уровню риска, равен 1,645.

Критический уровень выплат по заемному капиталу для компании на 2007 г. найдем из следующего соотношения:

$$\begin{aligned} \text{Годовые критические выплаты для компании (Break-even debt payment)} &= EBITDA - \\ EBITDA (\text{Показатель } t\text{-статистики}) (\text{Стандартное отклонение прибыли}) &= (4900 - 4900 \cdot \\ &1,645 \cdot 0,2621) = 4900 - 2112,65 = 2787,3. \end{aligned}$$

Допустимое значение заемного капитала (Optimal debt level) составит:
 $2787,3 / (0,11 + 0,1) = 13272,86$.

5.6. Специфика диагностики эффекта финансового рычага в российской практике

«Ваши компании всегда считают, что мы занижаем их рейтинг» Лео О'Нил (Leo O'Neill) — президент ведущего рейтингового агентства *S&P*.

Из интервью газете «Ведомости» от 10 декабря 2001 г.

Ограничения по налоговому щиту на российском рынке. Первая особенность диагностики финансового рычага на российском рынке — наличие ограничений на налоговый щит (налоговые льготы возникают только по ставкам заимствования, не превышающим ставку рефинансирования Банка России, увеличенную на коэффициент 1,1). Формула для расчета эффекта финансового рычага принимает вид

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

где k_{dn} — нормативная ставка процента по заимствованиям (например, при ставке рефинансирования Банка России 10,5% норматив составит 11,55%).

На осень 2007 г. ставка рефинансирования Банка России составляла 10%, что дает значение норматива в 11%. Чем больше разрыв между нормативной ставкой и фактической ставкой заимствования, тем меньше налоговая экономия в эффекте финансового рычага. В расчетах следует исходить из пессимистичного варианта оценки эффектов, так как видение налоговых органов корректности задания ставки по займам и формирования налогового щита может разойтись с фактическими событиями и мнением финансового директора.

Условно бесплатные источники финансирования. Вторая особенность аналитики финансовых решений, которую следует отметить для российских компаний, состоит в игнорировании в традиционном выражении финансового рычага бесплатных источников финансирования. Общепринятый тезис — инвестированный (или задействованный) капитал

формируют только платные источники финансирования, т.е. собственный капитал (платность которого явно не фиксируется, но может быть определена по альтернативным возможностям инвестирования) и заемный (краткосрочный и долгосрочный) капитал. Для расчета инвестированного капитала традиционно делаются две корректировки отчетных данных баланса компании: удаление из рассмотрения неработающих активов, которые не порождают денежных потоков и прибыли для компании (например, избыточные денежные средства); вычет беспроцентных обязательств компании (*OL*).

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

Беспроцентные операционные обязательства (*OL*) включают в себя по стандартам как международного, так и российского учета кредиторскую задолженность, начисления по заработной плате и налогам. Вычет *OL* из валюты баланса, по общепринятому мнению, подчеркивает, что наличие беспроцентных обязательств компании является спонтанным, случайным и не отражает устойчивую потребность в финансовых ресурсах. Так как в анализе эффективности деятельности компании и прогнозе прибыли важны устойчивые величины активов и капитала, который их поддерживает, то показатели чистых операционных активов (*NOA*) или задействованного капитала (*CE*) занимают достойное место в финансовой аналитике.

Чистые операционные активы (Net operating asset)

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

где A — активы; $XCASH$ — избыточные денежные средства; OL — беспроцентные обязательства компании;

Отдача по капиталу (доходность вложенного капитала)

$$RONOA = NOPAT/NOA = NOPAT/CE = ROCE.$$

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

Выделение в доходности собственного капитала (ROE) двух рычагов финансовых решений. При добавлении в рассмотрение постоянно поддерживаемых краткосрочных беспроцентных обязательств (для простоты предположим, что все спонтанные источники поддерживаются на постоянной основе) возникает необходимость в анализе показателя операционные активы:

$$OA = NOA + OL.$$

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

$$CE^* = \text{Активы} - \text{Избыточные денежные средства} - \text{Нестабильная величина бесплатных источников финансирования компании.}$$

Новый показатель эффективности деятельности

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

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

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

$$OL LEV = OL / NOA.$$

Двухрычаговое¹ разложение *ROE* имеет следующий вид:

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

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

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

Исследования показали, что для большинства компаний российского рынка эффект рычага операционных обязательств более значим в росте *ROE*, чем традиционно учитываемый эффект финансового рычага (табл. 5.5).

Таблица 5.5

Декомпозиция *ROE* в отраслевом разрезе по 32 российским компаниям на отрезке 2002—2004 гг.²

| Отрасль (число компаний в выборке) | Среднее значение доходности собственного капитала, <i>ROE</i> , по отрасли | Доходность по операционным активам, <i>NOA</i> | Среднее значение эффекта финансового рычага | Среднее значение эффекта рычага операционных обязательств |
|------------------------------------|--|--|---|---|
| Нефть и газ (7 компаний) | 0,2625 | 0,1575 | 0,0438 | 0,0612 |
| Электроэнергетика (4) | 0,0344 | 0,0354 | 0,0000 | -0,0011 |
| Телекоммуникации (6) | 0,1555 | 0,1015 | 0,0403 | 0,0137 |

¹ Вывод формулы двойного рычага см. : Теплова, Т. В. Определение эффекта финансового рычага в российской практике / Т. В. Теплова // Сибирская финансовая школа. — 2006. — № 1. , с 25-29

² В выборку вошли следующие компании: Газпром, Лукойл, Татнефть, Роснефть-Пурнефтегаз, Сибнефть, Сургутнефтегаз, Норильский Никель, Красный Октябрь, Балтика, Калина, Аптека 36,6 Лебедянский, Ютэйр, Аэрофлот, Казаньоргсинтез, Нижнекамскнефтехим, Славнефть-Мегионнефтегаз, Уралкалий, Выксунский метзавод, Ижсталь, Вимм-Билль-Данн, Северо-Западный Телеком, МГТС, Ростелеком, Уралсвязьинформ, Вымпелком, МТС, Мечел, Самаразэнерго, Иркутскэнерго, Мосэнерго, РАО ЕЭС. Декомпозиция по компаниям приведена в прил. 3

| Отрасль (число компаний в выборке) | Среднее значение доходности собственного капитала, <i>ROE</i> , по отрасли | Доходность по операционным активам, <i>NOA</i> | Среднее значение эффекта финансового рычага | Среднее значение эффекта рычага операционных обязательств |
|-------------------------------------|--|--|---|---|
| Металлургия (4) | 0,2161 | 0,1822 | 0,0226 | 0,0113 |
| Транспорт (2) | 0,2380 | 0,1083 | 0,0973 | 0,0324 |
| Пищевая промышленность (4) | 0,2029 | 0,1519 | 0,0249 | 0,0261 |
| Химическая промышленность (3) | 0,2225 | 0,1857 | 0,0208 | 0,0160 |
| Фармацевтическая промышленность (2) | 0,0344 | 0,0460 | -0,0166 | 0,0050 |

Анализ влияния финансовых решений на показатель доходности собственного капитала (*ROE*) по 32 российским компаниям показал: значимость создания выгод собственникам за счет кредитной политики по нефтегазовым и пищевым компаниям (т.е. имеет место отраслевая специфика использования двух рычагов); различие в степени значимости двух рычагов в зависимости от размера компании. Рассмотрение эффектов двух рычагов в зависимости от величины активов компании показало, что по крупным (с активами более 1 млн долл.) и мелким компаниям эффект рычага операционных обязательств составляет в среднем 1,3%. Для средних компаний (величина активов менее 1 млн долл., но более 100 тыс. долл.) рычаг операционных обязательств составляет 4,34% и значительно превышает финансовый рычаг (создаваемый платными источниками финансирования).

Таким образом, доходность собственного капитала компании целесообразно анализировать по «качеству» четырех направлений усилий менеджмента:

1) операционных выгод, которые количественно оцениваются показателем отдачи по операционным активам ($ROCE^*$);

2) финансовых решений в области привлечения платных источников финансирования, которые могут оцениваться по спреду финансового рычага, т.е. разнице между доходностью инвестированного капитала и посленалоговой ставкой по заимствованиям компании. Здесь следует иметь в виду, что заимствования по ставке, превышающей $10,5\% \cdot 1,1$, не всегда в полном объеме порождают для российских компаний налоговый щит;

3) выбираемыми пропорциями между собственными и заемными средствами, платными и бесплатными обязательствами;

4) изменениями в кредиторской политике (или в более широком смысле — политике управления формально бесплатными источниками финансирования).

«Рычаговый эффект краткосрочных обязательств» зависит как от возможности увеличения величины этих обязательств, так и от «экономии» на процентах, которые получает компания по относительно бесплатным краткосрочным источникам (напомним, что платность может быть принята на уровне k_0).

5.7. Моделирование финансового рычага методом WACC

«В отношении выплат основного долга заемщиками была принята позиция Скарлет О'Хары «об этом я подумаю завтра», которая была поддержана новым поколением кредиторов — покупателей первичных выпусков «мусорных» облигаций. Долг теперь — это что-то, что рефинансируют, а не выплачивают.»¹

Пример диагностирования выгод финансовых решений для компании ОАО «Центртелеком» методом WACC показан в табл. 5.6 (ставка налога на

¹ Чиркова, Е. В. Философия инвестирования У. Баффетта / Е. Чиркова. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. — С. 105.

прибыль — 24%). Увеличение риска кредиторов при росте финансового рычага вводится через изменение кредитного рейтинга (снижение) и задание ставок заимствования, соответствующих рейтингу. Это фактически развитие интуитивного метода поддержания «нормальных пропорций». Теперь «нормальным пропорциям» — в данном случае коэффициенту покрытия процентов — соответствуют приемлемые для финансового рынка и бизнеса процентные ставки, а отклонения от «нормальных значений» количественно оценены в росте требуемой доходности.

Таблица 5.6

**Диагностирование финансовых выгод методом WACC для ОАО «Центртелеком»
на 2005 год, млн руб.**

| Показатель | Сценарии работы на заемном капитале | | | | | | | |
|---|-------------------------------------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Финансовый рычаг (восемь сценариев) | | | | | | | | |
| $D / (D + E), \%$ | 0 | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 60 | 70 |
| $D / E, \%$ | 0 | 11 | 25 | 43 | 67 | 100 | 150 | 233 |
| Расчет ставки по займам в соответствии с кредитным рейтингом (по коэффициенту покрытия процентов) | | | | | | | | |
| Сумма долга, млн руб. | — | 4770 | 9540 | 14 311 | 19 081 | 23 851 | 28 622 | 33 392 |
| Операционная прибыль (EBIT) | 2 886 | | | | | | | |
| Кредитный рейтинг, соответствующий финансовому рычагу | AAA | AAA | A+ | A- | BB | B | CCC | CCC |
| Процентная ставка, % по рейтингу | 6,67 | 6,67 | 7,27 | 7,72 | 8,47 | 9,72 | 11,47 | 11,47 |
| Годовые проценты по долгу в соответствии с рейтингом | — | 382 | 832 | 1326 | 1940 | 2783 | 3940 | 4597 |
| Посленалоговая прибыль | 2193 | 1903 | 1561 | 1185 | 719 | 78 | (1053) | (1710) |
| Коэффициент покрытия процентов (ICR) | — | 7,56 | 3,47 | 2,18 | 1,49 | 1,04 | 0,73 | 0,63 |
| Рейтинг по ICR | AAA | AAA | A- | BBB | B+ | CCC | CCC | CC |
| Процентная ставка заимствований по рейтингу ICR (для долларовых потоков), % | 6,67 | 6,67 | 7,72 | 7,97 | 8,97 | 11,47 | 11,47 | 12,47 |
| Посленалоговые затраты на заемный капитал для рублевых потоков, % | 6,09 | 6,09 | 7,04 | 7,27 | 8,18 | 10,46 | 10,46 | 11,38 |

| | | | | | | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| $K_d(1 - T) \cdot 1,2$ | | | | | | | | | |
| Расчет требуемой доходности по собственному капиталу | | | | | | | | | |
| β -коэффициент | 0,50 | 0,54 | 0,59 | 0,66 | 0,75 | 0,88 | 1,07 | 1,39 | |
| Премия за рыночный риск ($K_m - K_f$) принимается фиксированной — 4,8% | | | | | | | | | |
| Безрисковая ставка, скорректированная на страновой риск (K_f ИЛИ $k_f^{***} + CRP$), — 7,2% | | | | | | | | | |
| Затраты на собственный капитал для рублевых потоков, % | 11,5 | 11,79 | 12,09 | 12,49 | 13,01 | 13,75 | 14,85 | 16,69 | |
| WACC для рублевых номинальных денежных потоков, % | 11,54 | 11,22 | 11,08 | 10,92 | 11,08 | 12,11 | 12,22 | 12,97 | |

В приведенном расчете сделаны две итерации по формированию ставки заимствования для разных уровней финансового рычага. В первой итерации условный кредитный рейтинг установлен в непосредственной привязке к соотношению заемного и собственного капитала. Каждому кредитному рейтингу соответствует своя ставка заимствования на рынке. Она на первой итерации вводится условно. По условной ставке процента по восьми сценариям рассчитывается годовая процентная нагрузка на компанию как произведение величины займа на ставку. Информация об операционной прибыли (*EBIT*) позволяет рассчитать коэффициент покрытия процентов *ICR* как отношение *EBIT* к годовым процентным платежам. Вторая итерация строится на выборе в качестве ключевого параметра, определяющего кредитный рейтинг, уже коэффициент покрытия процентов. Таким образом получаем уточненный рейтинг. Это позволяет ввести более достоверные значения ставок по заимствованиям и отразить эти сценарные оценки в величине *WACC*. Так как за основу берутся таблицы соответствия рейтингов и ставок заимствования в валюте (в долл. США), то для рублевых денежных потоков делается пересчет в оценки с учетом дополнительного риска национальной валюты. Заметим, что метод моделирования на основе *WACC* может быть реализован и для долларовых ставок.

Более сложен вопрос, связанный с отражением в ставках требуемой доходности риска владельцев собственного капитала. Возможный вариант,

который реализован в нашем расчете — фиксация изменения риска по оценке меры систематического риска, т.е. по β -коэффициенту. Исходная предпосылка, заложенная в наш расчет, — наличие устойчивого значения бета коэффициента для телекоммуникационных компаний при финансировании только собственными средствами. По зарубежным компаниям-аналогам эта оценка получена на уровне 0,5. Корректировка бета коэффициента на дополнительный финансовый риск реализуется по формуле Роберта Хамады (примеры приведены в гл. 4). Предполагается, что изменение требуемой доходности собственников связано только с ростом систематического (рыночного) риска компании, который растет с увеличением финансового рычага. Операционная прибыль не зависит от финансового рычага.

Оптимальный финансовый рычаг, принимаемый в рамках рассматриваемого моделирования, минимизирует значение *WACC*. Найдя финансовый рычаг, при котором значение *WACC* примет наименьшее значение, можно будет зафиксировать диапазон целевых значений уровня долга.

Расчет по модели *WACC* показывает, что оптимальная с точки зрения создания стоимости структура капитала включает в себя: 30% — займы в общем капитале и 70% — собственный капитал. Если бы компания придерживалась этой структуры капитала, то реализовывать инвестиционные проекты следовало бы в соответствии с ней. При этом чем больше у принимаемых проектов создаваемая дополнительно стоимость (значение *NPV*), тем больше компания смогла бы использовать финансовый рычаг и смещать оптимум. Этот дополнительный эффект смещения оптимума может трактоваться как эффект финансовых решений по инвестиционной программе (создание дополнительной займовой мощности). Однако текущая структура капитала ОАО «Центртелеком» включает в себя 56% заемного капитала в общем капитале (по рыночной оценке долг в 1,26 раза превышает собственный капитал). Следовательно, для выхода на оптимальную структуру капитала проекты должны финансироваться собственным

капиталом. В этом случае не оптимально высокий финансовый рычаг будет снижаться и создавать выгоды в терминах создания стоимости. Еще один потенциальный вариант решения проблемы неоптимального финансового рычага — погашение займов за счет прибыли или привлекаемого нового собственного капитала.

Описанный алгоритм финансового моделирования имеет несколько существенных замечаний. Речь идет о допущениях, которые заложены в финансовую модель компании, показывающую, как меняется рыночная стоимость при изменении финансового рычага.

В общем виде модель имеет следующий вид:

$$V = FCFF / WACC,$$

т.е. стоимость компании представлена как приведенная оценка бесконечного аннуитетного потока величиной $FCFF$ (в данном случае $NOPAT = 2886$ млн руб. $\times (1 - 0,24) = 2193$ млн руб.). Предполагается, что операционная прибыль не чувствительна к финансовому рычагу и относительно устойчива. Заметим, что компании с разной волатильностью операционной прибыли будут по-разному подходить к оптимизации структуры капитала. Кроме того, предполагается, что компания не реализует инвестиционных проектов и вся годовая прибыль распределяется на дивиденды. В противном случае надо было бы учитывать ежегодный прирост стоимости, создаваемой инвестиционной программой, и корректировать величину оптимума. Предполагается, что рост финансового рычага может быть реализован через выкуп акций из обращения за счет средств из привлекаемых новых займов. Снижение финансового рычага возможно через дополнительную эмиссию акций и погашение займов.

Самое серьезное допущение из описанных ранее состоит в том, что результаты операционной деятельности (значение $EBIT$) не зависят от финансовых решений. С точки зрения стейкхолдерской модели финансового

| | | | | | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|----------|----------|
| Покрытие процентов прибылью, число раз (Times interest earned) | 8,69 | 4,02 | 2,44 | 1,51 | 1,12 | 0,85 | 0,67 | 0,59 |
| Покрытие процентов операционным потоком (Funds coverage) | 9,31 | 3,94 | 2,14 | 1,08 | 0,63 | 0,32 | 0,11 | 0,01 |
| Покрытие долга операционным потоком (Funds / debt) | 0,90 | 0,41 | 0,25 | 0,15 | 0,09 | 0,05 | 0,02 | 0,00 |
| Возможный рейтинг (Likely rating) | <i>AA</i> | <i>A-</i> | <i>BB</i> | <i>B-</i> | <i>CCC</i> | <i>CC</i> | <i>C</i> | <i>C</i> |

Успешные финансовые директора рассматривают вопрос о целесообразности работы на заемном капитале через сопоставление ряда выгод и издержек, а не только по изменению ставок доходности по элементам капитала. В более расширенном виде сопоставляются значения стоимости компании (V_u) при работе только на собственном капитале (так называемая, «безрычаговая финансовая политика») и на различных сценариях финансового рычага. Стоимость «рычаговой компании» обозначается как V_{lev} .

5.8. Балансирование налоговых выгод и издержек финансовой неустойчивости при работе на заемном капитале

«Издержки банкротства оплачиваются из кошельков акционеров. Кредиторы предвидят издержки и предвидят, что

им придется покрывать эти издержки в случае неплатежеспособности фирмы. За это они заранее требуют компенсацию в виде более высоких доходов в период, когда фирма платежеспособна, т.е. они требуют более высокой обещанной процентной ставки. Это снижает возможные доходы акционеров и снижает приведенную рыночную стоимость их акций.»¹

В основе балансирования выгод и издержек долгосрочного заемного финансирования лежит гипотеза о возможности создания стоимости финансовыми рычагами, т.е. что $V_u < V_{lev}$. Налоговые выгоды заимствования создают рост стоимости, но компания сталкивается с издержками финансовой неустойчивости (financial distress costs, costs of financial distress), т.е. потерями денежных потоков, которые порождаются ситуацией невозможности расплатиться по финансовым обязательствам. Задача финансового директора — сопоставить эти выгоды и издержки. На модельном уровне может быть записано следующее выражение:

$$V_{lev} = D + E = V_u + PV(TS) - PV(FD),$$

где $PV(TS)$ — приведенные к текущему моменту времени выгоды налогового щита, получаемые по годам использования заемного капитала; $PV(FD)$ — приведенные издержки финансовой неустойчивости.

В русскоязычной литературе издержки финансовой неустойчивости часто называются издержками банкротства. Это не совсем корректно. Под **банкротством** понимается признанная судом невозможность со стороны компании расплатиться по взятым обязательствам. В классических исследованиях (например, Э. Альтмана) под **моментом банкротства**

¹ Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М. : Олимп-бизнес, 1997. — С. 472.

понимается дата возбуждения судебного дела о банкротстве. Финансовая неустойчивость (*financial distress*) не всегда ведет к банкротству. Ее можно диагностировать:

- ✓ по неосуществимости очередных выплат по долгу (например, когда $EBITDA / Interest < 1$);
- ✓ невозможности привлечь заемный капитал или получить денежные поступления от продажи активов;
- ✓ началу переговоров с кредиторами о реструктуризации долгов.

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

Следует различать издержки, возникающие вследствие финансовой неустойчивости (проблем с обязательствами по заемному капиталу) и в результате экономической неустойчивости (*costs of economic distress*).

Модель балансирования выгод налогового щита и издержек финансовой неустойчивости получила в академической литературе название **компромиссной** (*trade-off*). Задача финансового директора в выборе структуры капитала состоит в том, чтобы достичь баланса между предельными налоговыми выгодами от заемного капитала и предельными издержками финансовой неустойчивости.

Ситуация финансовой неустойчивости или банкротства может возникнуть из-за невозможности обслуживания долгов. На совершенном рынке ситуация банкротства порождает практически бесплатный для собственников переход контроля к новым владельцам собственного капитала — бывшим кредиторам. Прежние собственники теряют свою долю владения и это наказание им за неумение распорядиться активами. Стоимость компании (например, акционерная) не должна при этом снижаться. Следует понимать, что сам по себе переход контроля к новым собственникам или ликвидация компании не являются причинами падения стоимости. Причина

заключается в тех издержках, в том снижении операционного денежного потока, которые порождаются ситуацией невозможности расплатиться по долгам. Самые простые примеры снижения операционных потоков — из-за снижения лояльности покупателей, особенно для продукции с гарантийным обслуживанием, ухода ключевых работников, разрывов отношений с поставщиками.

Чем более несовершенен рынок, тем больше теряют собственники при переходе контроля над компанией к кредиторам или новым собственникам, которые готовы погасить обязательства. Эти издержки, связанные с потенциальным переходом контроля, должны учитываться финансовым директором при разработке финансовой стратегии. Издержки связаны со снижением деловой активности, прекращением или сворачиванием инвестиционной и операционной деятельности, урегулированием взаимоотношений между различными заинтересованными лицами. Целесообразно отслеживать и принимать во внимание прямые и косвенные издержки финансовой неустойчивости.

Для количественной оценки прямых издержек часто фиксируют расходы на приглашение консультантов, юристов, кризисных менеджеров, учитывают убытки от временной приостановки операций, как крайний вариант — суммируют затраты по ликвидации активов компании. Сфера деятельности и размер компании существенно влияют на величину прямых издержек.

При прочих равных условиях прямые издержки финансовой неустойчивости больше у компаний: с высокими коммерческими (операционными) рисками, когда нестабилен спрос на предлагаемую продукцию; производителей сложной техники, требующей гарантийного обслуживания или инновационной поддержки, а также у компаний со значимым интеллектуальным капиталом в основном капитале. Крупные компании имеют возможность задействовать эффект масштаба, компенсировать потери за счет других подразделений. В среднем прямые

издержки банкротства составляют порядка 3—6% ликвидационной стоимости активов.

Косвенные издержки финансовой неустойчивости могут оказаться существенно больше. Они диагностируются по утраченным возможностям компании, прежде всего, дальнейшего развития. Самое яркое проявление — потеря инвестиционных возможностей, отказ от инвестиций или искажение рационального инвестиционного выбора. Косвенные издержки являются результатом нарастания конфликта интересов различных участников (менеджеров и собственников, кредиторов и собственников, различных групп кредиторов). При прочих равных условиях, косвенные издержки будут высоки у компаний: с высокими возможностями роста; наемным менеджментом, слабо заинтересованным в защите интересов прежних владельцев; со сложной структурой капитала. Сложная структура капитала компании характеризует наличие субординированных долгов, т.е. имеющих различную степень очередности погашения (например, обеспеченные кредиты, кредиты с гарантией, конвертируемые облигации и т.п.). Конфликты интересов различных кредиторов порождают дополнительные издержки.

Проявлением косвенных издержек финансовой неустойчивости являются специфические подвиги в инвестиционной политике. Например, возможен переход к высокорискованным проектам, изменение инвестиционного портфеля компании в сторону включения нехарактерных для данного бизнеса направлений. В академической литературе такие эффекты получили название «замещения активов». Компании, реализующие такую политику «переинвестирования», отказываются от рационального пути ликвидации компании и своевременной продажи активов. Мотивами изменения инвестиционной политики в таком ключе является попытка за счет высокорискованных инвестиций вывести компанию из финансового кризиса. В основе лежит поговорка: «либо пан, либо пропал». Часто такая

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

Там где оперативным управлением занимается наемный менеджмент, возможен другой эффект в инвестиционном поведении, названный «нависанием долга». Компании отказываются от эффективных инвестиций, сворачивают деятельность и ликвидируются, хотя есть рычаги, которые позволяют вывести компанию из кризиса. Мотив менеджеров — поиск более перспективных сфер приложения труда, желание спасти репутацию, созданный личный профессиональный капитал. Мотив собственников на прекращение инвестиций, вывод активов связан с ощущением невозможности за счет типичных для данного бизнеса инвестиционных решений вывести компанию из кризиса, нежелание «работы на кредитора». Реализация новых инвестиционных проектов и сохранение операционной деятельности во многих ситуациях потери финансовой устойчивости играют, в первую очередь, на руку кредиторам, к которым перейдут сохраненные в компании активы.

Наличие таких двух эффектов в ситуации неполноты и асимметрии информации, понимание их рыночными инвесторами, меняет поведение кредиторов на рынке. Это еще один существенный удар по денежным потокам компании. Кредиторы начинают вести себя как «зайцы», «безбилетники». Так характеризуют их финансисты, подчеркивая занятие ими выжидательных позиций вместо того, чтобы за счет новых кредитов спасти компанию. Кредиторы предпочитают, чтобы дополнительный капитал на реализацию антикризисных мероприятий был предоставлен кем-то другим, что создает «эффект безбилетника».

Менее вероятно, что компании в ситуации финансовых затруднений получают новые приемлемые по стоимости займы. Субординированные займы делают новых кредиторов еще более осторожными, ведь в первую очередь компания будет расплачиваться по «старым», обеспеченным активами

кредитам. Издержки перезаключения долговых контрактов становятся для компании неподъемными.

Если прямые издержки финансовой неустойчивости можно отследить и с учетом отрасли включить в анализ, то в оценке косвенных издержек много проблем. Часто используется подход, базирующийся на анализе имевших место ситуаций банкротств и количественной оценкой имевшей место потери акционерной стоимости, точнее, рыночной капитализации. Исследования на развитых рынках показывают оценку потери стоимости в 15—25%. Эта оценка может быть заложена в количественную модель балансирования выгод и издержек заемного капитала.

Огромную роль в построении моделей прогнозирования ситуации финансовых затруднений внес Э. Альтман. Мировую известность получил так называемый *Z-счет Альтмана*, который дает количественное представление об уровне финансовой устойчивости компании. Этот уровень рассчитывается как интегральная взвешенная оценка по различным отчетным и прогнозным значениям различных финансовых коэффициентов (например, могут использоваться такие относительные показатели, как коэффициент текущей ликвидности, финансовый рычаг, доходность капитала, рентабельность продаж, соотношение между рыночной и балансовой оценками капитала и т.п.). Часто рассматриваемая в учебной литературе двухфакторная модель Альтмана является простейшим вариантом современных построений, позволяющих с вероятностью порядка 85% на отрезке в 2—3 года спрогнозировать финансовые затруднения и ситуацию банкротства (судебного разрешения конфликта между кредиторами и компанией).

Рассмотрим модель балансирования выгод и издержек заемного капитала на примере. Идею балансирования выгод и недостатков заемных источников реализует *скорректированный метод добавленной стоимости (APV) Стюарта Майерса*. Достоинство метода APV состоит в возможности учесть выгоды привлечения займов в разные моменты времени с учетом

разных ставок и схем погашения. Отдельно учитываются выгоды налогового щита по амортизации, льготным кредитам, гарантированным статьям затрат, инвестиционным оттокам, имеющим место по ходу реализации эксплуатационной стадии проекта.

Исходный метод APV С. Майерса предполагает разложение стоимости на две компоненты: стоимость операционных выгод (при отсутствии финансового рычага) и компоненты добавления стоимости финансовыми решениями (через отражение налоговых выгод по заемному капиталу — *PVTS*). Метод исходит из предпосылки поддержания фиксированной величины займа, которая порождает ежегодную величину налоговой экономии (ставка налога на прибыль, умноженная на ежегодные процентные выплаты). При бесконечном периоде работы на фиксированном заемном капитале *PVTS* равна произведению ставки налога на прибыль и величины заемного капитала.

Следовательно, метод APV хорошо подходит для компаний (проектов), для которых изначально известна поддерживаемая величина заемного капитала по периодам времени. Заметим, что метод WACC допустим для оценки финансовых выгод проектов, в которых поддерживается фиксированная величина финансового рычага. В методе FCF / WACC предполагается, что величина займа пропорциональна стоимости. Чем больше стоимость, тем больше займа может быть привлечено. Чем больше займов, тем больше налоговые выгоды.

Дальнейшее развитие метода APV позволило ввести еще ряд корректировок финансовой компоненты, например отразить дополнительный финансовый риск потери платежеспособности. Модифицированная формула имеет следующий вид:

$$APV = V_0 + PVTS - PVFD.$$

Учет потери платежеспособности (*PVFD*) часто реализуется через введение двух оценок: вероятности финансовых затруднений (банкротства); количественной оценки потери стоимости (из-за прямых и косвенных издержек финансовых затруднений). В практических расчетах оценка потери стоимости вводятся по отраслевой статистике падения капитализации из-за возникающих финансовых трудностей. Для отраслей с наличием сервисных услуг, большой долей интеллектуального капитала оценки потери стоимости выше (достигают 30—50% стоимости компании, имевшей место до финансовых затруднений). Для компаний с высокой долей ликвидных материальных активов, без сервисных обязательств отмечается потеря стоимости в диапазоне 10—20% первоначальной величины. Если вероятность наступления события равна 1% (0,01), а приведенная оценка потери стоимости 20%, то при текущей стоимости компании (*EV*) в 100 ед., величина составит $100 \cdot 0,01 \cdot 0,2 = 0,2$ ед.

Один из доступных финансовому директору метод оценки вероятности наступления финансовых затруднений — *метод кредитного рейтинга* (по одному или нескольким показателям финансовой устойчивости). Чем больше финансовый рычаг, тем выше вероятность проблем с погашением финансовых обязательств. Простой вариант увязки значения финансового рычага и вероятности банкротства — оценочные таблицы рейтинговых агентств, например *S&P*. На основе мировой статистики отказов от погашения долгов (дефолтов корпоративных облигаций) за последние 20 лет агентство *S&P* разработало таблицу вероятности отказа от выплаты эмитентами основной суммы и процентов по облигациям в привязке к присвоенному кредитному рейтингу (табл. 5.8).

Таблица 5.8

Зависимость вероятности дефолта, %, от присвоенного кредитного рейтинга

| Рейтинг <i>S&P</i> | 1 год | 2 год | 3 год | 4 год | 5 год |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>AAA</i> | 0 | 0 | 0,03 | 0,07 | 0,1 |

| | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>AA</i> | 0,01 | 0,03 | 0,08 | 0,16 | 0,26 |
| <i>A</i> | 0,05 | 0,14 | 0,24 | 0,4 | 0,57 |
| <i>BBB</i> | 0,26 | 0,61 | 0,98 | 1,56 | 2,15 |
| <i>BB</i> | 1,2 | 3,43 | 6,06 | 8,4 | 10,46 |
| <i>CCC</i> | 5,93 | 12,63 | 18,17 | 22,18 | 24,95 |
| <i>D</i> | 24,64 | 33,06 | 38,37 | 42,55 | 46,8 |

Источник: S&P.

Добавленная за счет финансовых решений стоимость компании может быть найдена как сумма выгод налогового щита (*PVTS*) за вычетом дополнительно возникающих издержек банкротства (прямых и косвенных) — *PVFD*.

Пример, демонстрирующий определение оптимальной структуры капитала методом APV для компании ОАО «Центртелеком», представлен в табл. 5.9. Оценка потери стоимости, приведенная к текущему моменту времени, принята на уровне 25% текущей стоимости компании.

Таблица 5.9

Диагностирование оптимального финансового рычага методом балансирования налоговых выгод и издержек финансовых затруднений для ОАО «Центртелеком» на 2005 г., млн руб.

| Показатель | Сценарии работы на заемном капитале | | | | | | | |
|---|-------------------------------------|------|------|--------|--------|-------|--------|--------|
| Финансовый рычаг | | | | | | | | |
| $D / V, V = D + E, \%$ | 0 | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 60 | 70 |
| $D / E, \%$ | 0 | 11 | 25 | 43 | 67 | 100 | 150 | 233 |
| Расчет ставки по займам, %, в соответствии с кредитным рейтингом (по коэффициенту покрытия процентов) | | | | | | | | |
| Сумма долга, млн руб. | — | 4770 | 9540 | 14 311 | 19 081 | 23851 | 28 622 | 33 392 |
| Стоимость компании без использования | $V_0 = 46 103$ | | | | | | | |

| | | | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| финансового рычага, млн руб | | | | | | | | |
| Приведенные выгоды от налогового щита = Долг × Ставка налога | — | 1144 | 2289 | 3434 | 4579 | 5724 | 6869 | 8014 |
| Рейтинг для данного уровня финансового рычага | AAA | AAA | A+ | A- | BB | B | CCC | - |
| Вероятность банкротства, соответствующая рейтингу, % | 0,01 | 0,01 | 0,4 | 1,41 | 12,2 | 26,36 | 50 | 50 |
| Ожидаемые издержки банкротства (25% потери стоимости с учетом вероятности наступления события) | 1,19 | 1,19 | 47 | 168 | 1454 | 3143 | 5962 | 5962 |
| Стоимость компания с финансовым рычагом по трем компонентам | 46 102 | 47 246 | 48 345 | 49 369 | 49 227 | 48 684 | 47 009 | 47 009 |

Проведенные расчеты по методу APV для компании «Центртелеком» подтвердили ранее сделанный вывод по расчетам методом WACC о работе на субоптимальном финансовом рычаге.

Для введения значений вероятности банкротства также можно использовать таблицу соответствия рейтинга и вероятности дефолта Альтмана (табл. 5.10).

Таблица 5.10

Соответствие рейтинга и вероятности отказа от платежа (default probabilities) по облигациям

| Рейтинг (Bond rating) | Вероятность (Default rate), % |
|-----------------------|-------------------------------|
| <i>D</i> | 100 |
| <i>C</i> | 80 |
| <i>CC</i> | 65 |
| <i>CCC</i> | 46,61 |
| <i>B-</i> | 32,5 |
| <i>B</i> | 26,36 |
| <i>B+</i> | 19,28 |
| <i>BB</i> | 12,2 |
| <i>BBB</i> | 2,3 |
| <i>A-</i> | 1,41 |
| <i>A</i> | 0,53 |
| <i>A+</i> | 0,4 |
| <i>AA</i> | 0,28 |
| <i>AAA</i> | 0,01 |

5.9. Проверка целесообразности изменения структуры капитала методом *EBIT—EPS*

«Достаточно часто под выгодами лeverеджа понимают не создание налоговых щитов, а несколько иной эффект, который называют финансовым лeverеджем. Этот эффект гласит, что использование долговой нагрузки при прочих равных условиях приводит к тому, что рост прибыли

корпорации до уплаты процентных платежей и налогов ведет к более сильному росту показателя прибыли на акцию (*EPS*).»¹

Одним из традиционных методов проверки целесообразности изменения структуры капитала является *метод EBIT—EPS*. Ключевой предпосылкой метода является максимизация величины прибыли на акцию. Предполагается, что инвестиционные аналитики акцентируют внимание именно на этот финансовый показатель компании при прогнозировании цены акции. Традиционный путь реализации анализа — графический, через построение зависимости $EPS = f(EBIT)$ для различных схем финансирования компании (величины финансового рычага).

Суть метода заключается в том, что он позволяет определить такую величину операционной прибыли (*EBIT*), при которой прибыль на акцию (*EPS*) в двух вариантах финансирования — с помощью заемных средств и за счет собственных средств — будет одинаковой. Найденное значение *EBIT* рассматривается как точка безразличия. При прогнозируемых значениях *EBIT*, которые меньше точки безразличия, для компании рекомендуется осуществлять финансирование за счет собственных средств, при значениях *EBIT* больше — за счет заемных средств.

Рассмотрим применение метода на примере.

Компания *MECOR Ter* котирует акции на бирже с текущей ценой 27,77 долл. Рыночная капитализация компании составляет более 18 млрд долл. (18 897,75 млн долл.) при балансовой оценке собственного капитала 9595 млн. долларов. Отчетное значение $EBIT = 1118$ млн долл., чистая прибыль (*net income*) составляет 573 млн долл. Эффективная ставка налога на прибыль — 40%. Компания работает на заемном капитале, величина постоянно используемого долга составляет 3944 млн долл., что позволяет сделать вывод о величине финансового рычага 20,8% по рыночной оценке ($3944 / 18$

¹ Рудык, Н. Б. Структура капитала корпораций / Н.Б. Рудык. — М. : Дело, 2004. — С. 241.

897,75). Финансовый рычаг по балансовым оценкам равен 41% ($3944 / (680,5 \text{ млн шт.} \times 14,1)$). Балансовая оценка акции составляет 14,1 долл.

Компания рассматривает вариант изменения структуры капитала в сторону увеличения финансового рычага. Один из обсуждаемых вариантов — выкуп акций с рынка за счет долгового финансирования. Менеджмент компании прорабатывает вариант увеличения долга на 2 млрд долл. (с 3944 млн до 5944 млн долл.). При текущей цене акции 27,77 долл. новый источник финансирования позволит компании выкупить порядка 72 млн акций. Общее количество акций после выкупа упадет с 680,5 млн до 608,5 млн шт. Соответственно увеличится финансовый рычаг, который по балансовой оценке составит: $5944 \text{ млн долл.} / 608,5 \text{ млн шт.} \times 14,1 \text{ дол} = 5944 \text{ млн} / 8580 = 0,7$ (70%). Увеличение финансового рычага в 1,75 раза понизит рейтинг компании с *A* до *BB*.

Рассмотрим, как в рамках метода *EBIT—EPS* можно оценить целесообразность изменения структуры капитала.

Снижение кредитного рейтинга приведет к повышению процентной ставки по займам для компании. Оценить изменение можно по величине спреда дефолта корпоративных заимствований, который соответствует кредитному рейтингу. Провести такой расчет позволяют показатели стоимости денег на рынке¹, %:

| | |
|---|-----|
| Безрисковая ставка (Risk-free rate) | 5,0 |
| Спред доходности по компаниям с рейтингом <i>A</i> (Yield spread) | 1,8 |
| Спред доходности по компаниям с рейтингом <i>BB</i> (Yield spread) | 3,5 |
| Процентная ставка для компаний с рейтингом <i>A</i> (Interest rate on debt) | 6,8 |
| Процентная ставка для компаний с рейтингом <i>BB</i> | 8,5 |

Таким образом, изменение структуры капитала приведет для компании к росту процентной ставки по долгу с 6,8 до 8,5%.

¹ Источник: Damodaran.com.

Альтернативный вариант изменения структуры капитала — *выкуп акций компании без увеличения долга*. Возникает вопрос, следует ли менять структуру капитала: финансировать выкуп акций за счет прибыли или за счет заемного капитала.

На операцию выкупа акций может быть направлена ограниченная величина, равная чистой прибыли компании. Исходя из отчетных значений прибыли и рыночной цены акции, компания может выкупить с рынка 21 млн акций. Тогда общее количество акций после выкупа составит 659,5 млн. Так как выкуп производится без изменения долга и процентных платежей по нему, то можно предположить, что компания сохранит высокий кредитный рейтинг на уровне *A*, которому соответствует процентная ставка по долгу 6,8% (исходя из того, что в наибольшей степени спред корпоративного дефолта привязан к коэффициенту покрытия процентов).

Решение примем по результатам следующих расчетов.

1. Определим величину прибыли на акцию (*EPS*) при двух вариантах финансирования выкупа акций — за счет заемного капитала (вариант EPS_{debt}) и за счет собственного (EPS_{equity}):

$$EPS_{debt} = \frac{(EBIT - Interests_{debt})(1 - T)}{n_{debt}} = \frac{(1118 - 5944 \cdot 0,085)(1 - 0,4)}{608,5} = 0,60;$$

$$EPS_{equity} = \frac{(EBIT - Interests_{equity})(1 - T)}{n_{equity}} = \frac{(1118 - 3944 \cdot 0,068)(1 - 0,4)}{659,5} = 0,77.$$

2. Найдем точку безразличия по двум вариантам выкупа акций, млн долл.:

$$EBIT_{indif\ point} = \frac{Interests_{debt}n_{equity} - Interests_{equity}n_{debt}}{n_{equity} - n_{debt}} = \frac{5944 \cdot 0,085 \cdot 659,5 - 3944 \cdot 0,068 \cdot 608,5}{659,5 - 608,5} = 3336.$$

3. Построим графическую зависимость *EPS* от величины *EBIT* по двум вариантам изменения структуры капитала (рис. 5.3).

В точке безразличия при $EBIT = 3336$ млн долл., $EPS_{equity} = EPS_{debt} = 2,78$ долл.

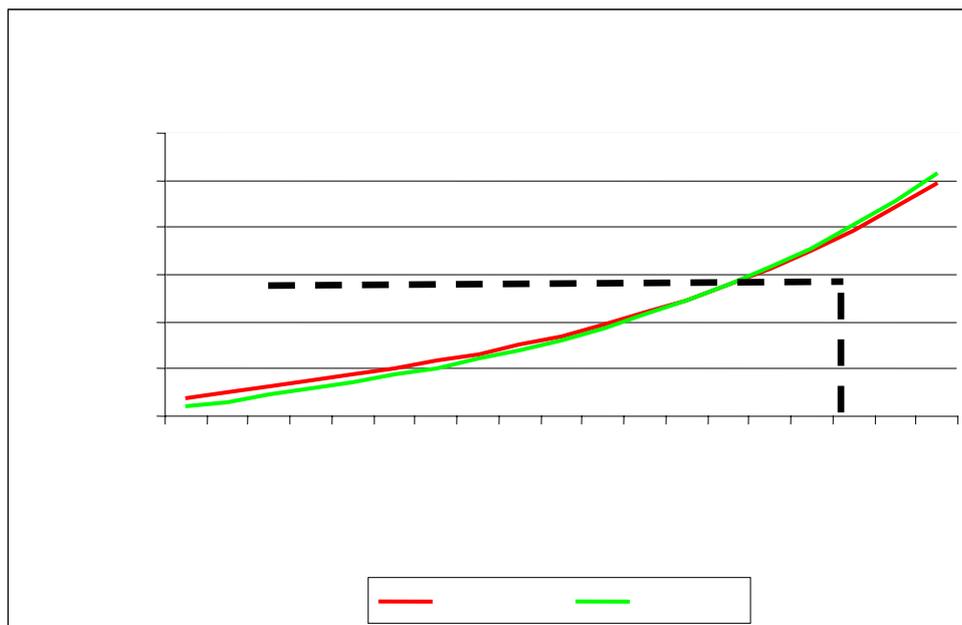


Рис. 5.3. Анализ $EBIT—EPS$

Сопоставим текущее значение операционной прибыли и значение в точке безразличия ($EBIT_{current} = 1118$ млн долл. $<$ $EBIT_{indif\ point} = 3336$ млн долл.), а также предполагаемое изменение прибыли на акцию ($EPS_{equity} = 0,77 > EPS_{debt} = 0,60$). Согласно методу $EBIT—EPS$, компания должна отклонить вариант финансирования выкупа акций за счет заемного капитала, так как эта политика не максимизирует значение прибыли на акцию.

5.10. Использование информационных сигналов в финансовой политике

«... чем медленнее корпорация изменяет структуру своего капитала, тем менее уязвимой она оказывается для различного рода манипуляторов. Возможно, именно этими соображениями объясняется достаточно осторожное (если не сказать больше) отношение корпораций к изменению привычной структуры финансирования, вводу новых источников и отказу от старых».¹

¹ Рудык, Н. Б. Структура капитала корпораций / Н. Б. Рудык. — М. : Дело, 2004. — С. 220.

Реальные финансовые рынки таковы, что владельцы капитала ограничены в информации по компании, не всегда понимают, какими активами обладает компания, какие денежные потоки приносит, каковы ее возможности роста. Большое число исследований доказывает, что информационные сигналы, посылаемые компаниями, становятся значимыми в поведении инвесторов и создании стоимости. Финансовый директор решениями по структуре капитала и по дивидендной политике может повлиять на оценку компании рынком. Иначе говоря, выбор источника финансирования, изменения в дивидендной политике — качественные сигналы, которые может подавать финансовый директор рынку.

Значимость подачи сигналов (сигнальная теория) на рынках с асимметричной информацией была высоко оценена академическим миром. В 2001 г. за работы в области построения сигналов на рынках труда (Майкл Спенс), товаров (Джордж Акерлоф) и на финансовом рынке (Джозеф Стиглиц) присуждена Нобелевская премия по экономике. Суть сигнальных эффектов заключается в том, что «плохие фирмы, работники, продавцы» не могут симитировать качественный сигнал, для них он становится слишком дорогим, затратным. Высокий финансовый рычаг и дивидендный выход являются качественными сигналами, который «плохие фирмы» повторить не в состоянии. Именно так рынок смотрит на принимаемые финансовые решения.

Выпуск акций рассматривается рынком как сигнал о переоцененности акций компании. Менеджеры стремятся извлечь из этой ситуации выгоды и предлагают акции рынку. Грамотные рыночные инвесторы согласятся их покупать только с существенным дисконтом к наблюдаемой рыночной цене. Если компания недооценена, то выпуск новых акций приведет к перераспределению стоимости между владельцами собственного капитала. Новые инвесторы получают больше выгод. Если менеджеры действуют в интересах «старых» акционеров, то они должны дождаться момента или добиться того, чтобы перераспределение стоимости компенсировалось

созданием новых выгод от реализации инвестиционных возможностей за счет привлеченного нового капитала. Таким образом, сигнальная теория утверждает, что к размещению нового собственного капитала менеджеры должны обращаться только в том случае, когда заемный капитал слишком дорог и ведет к издержкам финансовых затруднений. Из этих соображений следуют рекомендации, которые часто получают финансисты-практики со стороны консультантов. Основные из них:

1. Следует отдавать предпочтение внутренним источникам финансирования над внешними. Лучший источник развития компании — нераспределенная прибыль. Компании с высокими возможностями роста следует отказаться от дивидендной политики и направлять всю прибыль на развитие.

2. Если прибыли не хватает для реализации инвестиционных программ или же есть возможность «дешево» привлечь заемный капитал, то можно воспользоваться банковскими займами или обеспеченным активами (операциями) заемным капиталом.

3. При высокой потребности в новом капитале и существенной эффективности предполагаемых инвестиций компания может привлечь необеспеченный заемный капитал («выпустить, разместить рискованный долг»).

4. Крайний источник финансирования — дополнительный выпуск акций. Этот вариант допустим при верной оценке рынком перспектив компании или же при высокой доле интеллектуального капитала и подразумеваемых обязательств.

5. Если у компании избыток денежных средств и нет достойных инвестиционных решений, то следует идти по пути погашения займов (снижения финансового рычага) для создания займовой мощности по потенциально возможным направлениям роста. Дивиденды должны выплачиваться только в ситуации устойчивых свободных денежных потоков.

Существенными факторами, которые определяют политику финансирования в рамках сигнальной модели, являются: наличие денежных средств, что связано с рентабельностью деятельности; инвестиционные возможности (наличие эффективных инвестиционных проектов). Чем больше у компании собственных денежных средств, больше несовершенств рынка, включая асимметрию информации и монополию кредиторов, тем при прочих равных условиях меньше будет выбираемый финансовый рычаг.

5.11. Финансовый директор на службе собственников.

Дисциплинирующий эффект заемного капитала

«По его [У. Баффетта] мнению публичность создает для менеджеров неправильные стимулы. Например, поскольку рынок чувствителен к краткосрочным изменениям, у менеджеров возникает стимул «сгладить» отчетность; рынок любит растущие компании — это стимул к приобретениям других компаний, даже если они переоценены, и т.п.»¹

Работа на заемном капитале имеет еще один значимый плюс для собственника, в дополнении к ранее рассмотренным эффектам роста *EPS* и налоговых выгод. В ситуации передачи оперативного управления в руки наемного менеджера гипотетически возникает ситуация агентских конфликтов как конфликтов интересов собственников и наемных менеджеров. Конфликт интересов может породить специфического рода издержки, которые уменьшат денежные потоки, на которые мог бы рассчитывать собственник, а следовательно, снизят инвестиционную стоимость бизнеса. В академической литературе широко используется термин «агентские затраты», которые являются следствием агентских отношений, переросших в конфликты. Агентские затраты могут трактоваться

¹ Чиркова, Е.В. Философия инвестирования У. Баффетта / Е. Чиркова. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. — С. 115.

как потерянная стоимость в результате агентских конфликтов между заинтересованными лицами компании. Так как конфликтующих заинтересованных лиц в компании может быть много, то выделяют агентские издержки взаимоотношений собственников и менеджеров, собственников и кредиторов, групп собственников. Количественно агентские затраты могут быть определены как разница в рыночной оценке акционерного капитала при фактическом поведении агента (например, менеджмента) и потенциальной стоимости в гипотетических условиях совпадения интересов ключевых стейкхолдеров.

Одним источником агентских затрат могут быть прямые потери денежных потоков собственниками, например, связанные с необходимостью внешнего и внутреннего аудита, дополнительного контроля, затрат собственного времени на мониторинг и участие в управлении. Второй источник более сложный, часто используется термин «косвенные агентские издержки». Речь идет об упускаемой компанией выгоде по принимаемым инвестиционным, операционным и финансовым решениям, решениям по ликвидации компании. Например, часто отмечается «близорукость» менеджеров, которые с учетом непродолжительного срока работы в компании ограничивают инвестиционный выбор быстро окупаемыми проектами с видимыми эффектами взамен высокоэффективным решениям с долгосрочной отдачей, но и более длительным сроком окупаемости. Этот мотив менеджера понятен, так как ему важно накопить собственный профессиональный капитал за счет репутации удачливого управленца. Еще одна критика решений менеджера часто звучит из-за переинвестирования, когда предпочтение отдается увеличению материальных (видимых) активов, «строительству империй» через поглощения вместо того, чтобы обеспечить кропотливую работу над повышением эффективности уже сформированных активов и созданием заделов в интеллектуальном капитале.

Появление такого специфического органа управления как совет директоров еще больше усугубляет агентские конфликты. Члены совета

директоров часто стремятся снизить риски любой ценой, отказываются от приемлемых по риску инвестиций и порождают ситуацию «недоинвестирования». Аналогичная ситуация избежания рисков складывается и по финансовым решениям, где с ними полностью солидарен финансовый директор. В большинстве случаев финансовый директор не заинтересован в работе на заемном капитале, так как рост личной ответственности и рисков часто не компенсируется оплатой труда. В связи с этим значимыми проявлениями «окопавшегося» менеджера будут низкий финансовый рычаг, отсутствие дивидендов, полное использование денежных потоков на «инвестиционные нужды», часто не обоснованные, специфические инвестиционные решения в основном в сфере поглощений.

Решение проблемы состоит в переложении функций мониторинга за поведением менеджера на кредитора или на «сильного, активного» нового собственника. Таким образом, отмечается еще один плюс в заемном капитале — дисциплинирующий эффект над «окопавшимися» менеджерами или «мажоритарными» акционерами, это так называемый «лечебный эффект финансового рычага». С увеличением долга в структуре капитала менеджменту становится достаточно сложно неэффективно распоряжаться денежными потоками. С одной стороны, над ним довлеет квалифицированный контроль со стороны профессионалов финансового рынка (кредиторов), а с другой — постоянное бремя фиксированных выплат, которые должны быть сгенерированы операционной деятельностью компании. Заметим, что для того, чтобы заставить «окопавшийся менеджмент» взять на себя дополнительную ношу в компании должны быть «активные собственники», которые могут влиять на разработку стратегии, назначать «своего финансового директора» и т.п.

Экстремальной формой трансформации компании за счет заемного капитала является операция *LBO* (*leverage buyout*). «Активные» существующие или потенциальные акционеры за счет заемных средств выкупают контроль над компанией. Если этими активными лицами является

существующий менеджмент компании, то говорят о *MBO*. Часто после проведения выкупа акций (долей) у «старых акционеров» доля долга в структуре капитала компании с новыми собственниками составляет 80—90%. Несмотря на такую значительную долговую нагрузку, отсутствие неэффективного использования денежных средств часто позволяет не только расплатиться по части долгов и выровнять структуру капитала, но и обеспечить повышенную доходность собственникам.

Еще один эффект имеет место при высокой долговой нагрузке. Менеджеры становятся более мотивированными к принятию эффективных решений и контролю над потоками. Это происходит из-за того, что часть прямых и косвенных издержек финансовых затруднений ложится на плечи менеджеров. Кроме того, финансовый рынок воспринимает нежелание компании работать на заемном капитале как своеобразный сигнал о боязни контроля менеджеров и мажоритарных собственников.

Отчасти проблема агентских конфликтов диагностируется через приход на руководящее управление собственников, отошедших ранее от операционной деятельности при необходимости привлечения нового внешнего капитала. Примером таких судьбоносных решений может быть IPO (initial public offer). Несколько российских собственников вынуждены были вернуться к оперативному управлению перед IPO. Так, например, поступил основной владелец ритейлерской сети «Магнит» или один из владельцев капитала АФК «Система». Например, в 2005 г. В. Евтушенко, один из крупных акционеров АФК «Система», после 10-летнего перерыва в должности президента вернулся к оперативному управлению компанией для проведения *IPO*, а после успешного решения поставленной задачи в феврале 2006 г. опять покинул пост президента.

5.12. Метод ключевых факторов влияния на стоимость в оптимизации финансового рычага

«Эмпирические исследования структуры капитала — это зрелище не для слабонервных!... для каждой теории существуют эмпирические исследования, как подтверждающие, так и опровергающие ее.»¹

На выбор структуры капитала влияет множество факторов: структура активов компании, издержек, волатильность выручки (т.е. операционные риски), рентабельность деятельности, агентские конфликты. Один из методов учета всех этих факторов, которые разнопланово влияют на величину финансового рычага — построение регрессионных зависимостей между коэффициентом долга и финансовыми и нефинансовыми показателями деятельности компании. В самом простом виде регрессия по ключевым факторам может иметь следующий вид:

Финансовый рычаг = f (рентабельности, доходности деятельности, структуры активов, размера компании, агентских конфликтов).

В качестве показателей рентабельности часто принимается норма операционной прибыли (*EBIT*), рассчитываемая как отношение доналоговой операционной прибыли к выручке (*EBIT / Sales*).

Как показатель доходности также может фигурировать доналоговая или посленалоговая операционная прибыль, отнесенная к величине вложенного капитала (по балансовой или рыночной оценкам).

В число показателей риска в регрессии могут входить: структура активов (чем больше постоянных, ликвидных активов, тем более защищен владелец заемного капитала и ниже может быть требуемая доходность), структура издержек (чем больше доля постоянных издержек, тем выше операционный риск, т.е. волатильность операционной прибыли), эффект

¹ Рудык, Н. Б. Структура капитала корпораций / Н. Б. Рудык. — М. : Дело, 2004. — С. 169.

операционного рычага (как чувствительность операционной прибыли к изменению выручки).

Структура активов часто выражается через соотношение постоянных активов (*fixed assets, FA*) к общей величине активов (*total assets, TA*).

Агентские конфликты могут быть диагностированы по следующим показателям:

- ✓ доля «семьи» в структуре собственности (основателей бизнеса);
- ✓ вхождение компании в конгломерат;
- ✓ наличие в структуре собственников иностранных инвесторов, портфельных инвесторов, фондов прямых инвестиций;
- ✓ совмещение позиции ключевого собственника и генерального директора;
- ✓ доля собственности у менеджеров;
- ✓ степень концентрации собственности в компании (например, число собственников с более чем 25%-м пакетом акций, 10%-м пакетом акций);
- ✓ значение индекса прозрачности или коэффициента качества корпоративного управления (эти показатели рассматриваются в гл. 8).

Часто агентский конфликт диагностируется по наличию собственности у инсайдеров (менеджеров компании). Можно предположить, что чем больше доля собственности у менеджеров (до определенного уровня), тем менее выражены агентские конфликты и значимость дисциплинирующего эффекта финансового рычага меньше. Следовательно, при высокой доле собственности у менеджеров финансовый рычаг может быть меньше (при прочих равных условиях).

Количественное выражение зависимости финансового рычага от ключевых факторов можно найти в эмпирических исследованиях, проводимых как в отраслевом разрезе, так и по странам.

Например, Асват Дамодаран приводит по большой выборке американских компаний на 2007 г. следующую зависимость:

$$DR = 6,237 + 0,641(EBITDA / EV) + 0,077(FA / TA) - 0,048InsH,$$

где DR — ожидаемый финансовый рычаг (debt ratio), %, т.е. доля заемного капитала (по балансовой или рыночной оценкам) в общем капитале компании, $DR = Debt / (MC + Debt)$; $InsH$ — доля собственности (insider holdings) компании, принадлежащая ее менеджерам. Рассчитывается как отношение числа акций у менеджеров к общему числу акций.

В построении регрессии А. Дамодаран использует рыночную оценку собственного капитала (рыночную капитализацию, MC).

Доходность деятельности рассчитывается как отношение операционной прибыли до вычета амортизации к рыночной оценке всей компании (EV). Напомним, что $EV = MC + Debt - Cash$ (см. гл. 2).

Построенная регрессия характеризуется следующими параметрами: $R^2 = 0,106$, стандартная ошибка — 15,5%. Параметры показывают, что выделенные факторы объясняют малую долю различий в финансовом рычаге по компаниям (только 10,6%), поэтому метод должен применяться с большой осторожностью. Часто внутриотраслевые регрессии оказываются более корректными.

Рассмотрим следующий пример. Допустим, что доля собственности в руках менеджеров по компании-производителе котельного оборудования составляет 9%, доля постоянных активов (зданий, сооружений, оборудования) в общей величине активов — 50%, а доходность деятельности по $EBITDA$ — 8%. В этом случае метод ключевых факторов влияния на стоимость дает оценку финансового рычага на уровне 14,78%:

$$DR = 6,237 + 0,641 \cdot 8 + 0,077 \cdot 50 - 0,048 \cdot 9 = 14,78.$$

5.13. Рост за счет собственных внешних источников

«Компания может позволить себе долг только определенного размера, основываясь на размере своих финансовых потоков и активов. Если денег нужно больше, приходится

продавать акции. Кроме того, разведочное бурение — это не тот вид деятельности, который можно профинансировать с помощью кредитов. Если ничего не найдено, кредит трудно вернуть. Поэтому мы не занимаем деньги на геологоразведку, мы привлекаем деньги через акционерный капитал.... Мы получили от размещения (*IPO* на *LSE* в августе 2005 г.) 130 млн долл. Эти деньги будут использованы на эксплуатационное бурение, геологоразведку и возможные приобретения новых активов. В ближайшие два года мы намерены инвестировать более 75 млн долл. в программы геологоразведки и добычи».

Из интервью генерального директора *Urals Energy* (объем добычи нефти порядка 280—300 тыс. т в год при запасах 12 млн т) Уильяма Томаса газете «Ведомости» от 23 августа 2005 г.

Реализация роста за счет собственных источников компании может идти как через реинвестирование прибыли, что означает часто отказ от дивидендов, так и через собственный внешний капитал. Собственный капитал привлекается из внешних источников либо:

- ✓ от уже существующих собственников;
- ✓ ограниченного круга новых собственников (часто ими выступают так называемые «квалифицированные инвесторы» — *qualified investors*), сюда же имеет смысл отнести и венчурных инвесторов;
- ✓ широкого круга новых собственников.

Предложение долей собственности (акций) широкому кругу новых собственников на бирже получило название IPO (*initial public offer* — произносится как «ай-пи-оу»). При этом новым собственникам компании могут предлагаться как акции дополнительной эмиссии, так и уже существующие акции, находящиеся на руках «старых» собственников, например основателей компании (как это было в 2007 г. по компании ОАО «Уралкалий»). Если на биржу выводятся уже существующие акции, то привлечения капитала в компанию не происходит. Компания получает статус публичной, имеет наблюдаемую рыночную оценку и привлекает капитал из других источников. Положительным моментом в привлечении капитала после IPO является существенное удешевление новых источников

финансирования. Например, по аптечной сети «36,6» наблюдалось снижение стоимости привлекаемых денег с 18 до 13%. Условием IPO выступает акционирование (incorporation) компании, что накладывает на менеджмент компании требования: открытости по прошлым результатам деятельности, прозрачности принимаемых решений, обозначения стратегии развития и возможных рисков, учета интересов всех собственников при принятии решений, а не только мажоритарных (держателей контрольного пакета).

На совершенном рынке нераспределенная прибыль и дополнительная эмиссия акций могут рассматриваться как субституты в источниках финансирования. Чем более несовершенен рынок, тем дороже становится привлечение внешнего собственного капитала. Удорожание связано как с прямыми издержками (оплата консультантов, андеррайтеров), так и косвенными, когда рынок отказывается платить справедливую цену за новые акции, и появляется «дисконт цены».

Для неприбыльных компаний с большим потенциалом роста рыночной стоимости развитие на собственном капитале становится практически единственным доступным вариантом. Однако фондовый рынок должен создавать условия для такого развития. Зрелый американский фондовый рынок позволяет даже убыточным компаниям успешно проводить IPO. Из 84 компаний, проводивших первичное размещение акций на американской бирже в 2007 г., только 54% компании были прибыльными. Схожая ситуация наблюдалась и в другие годы конца XX — начала XXI в., когда доля прибыльных компаний не превышала 65%. В период бума интернет-компаний (2000 г.) из 406 компаний прибыльными были только 29%. Особенностью размещения по таким компаниям является продажа акций по нижней границе устанавливаемого ценового диапазона. Несмотря на эту характеристику, компаниям удается собрать необходимые средства для дальнейшего роста.

Несовершенный рынок и проблемы с привлечением внешнего капитала характеризует термин «финансовые ограничения» (financial

constraints). Он показывает отличие значений требуемой доходности по внутренним и внешним источникам финансирования для компании. Чем более несовершенен рынок, тем дороже внешние источники финансирования, так как владельцы капитала требуют премии за риск некорректного поведения инсайдеров, за риск низкой ликвидности и т.п. Чем более несовершенен финансовый рынок, тем сложнее компании привлечь новый собственный капитал.

Традиционно предполагается, что крупные компании менее ограничены в объеме финансирования, могут использовать как внутренние, так и внешние источники, в то время как средние и мелкие компании из-за более высокой стоимости привлечения внешнего финансирования вынуждены в основном полагаться на внутренние денежные потоки при осуществлении своих инвестиционных программ, т.е. являются финансово ограниченными (*financially-constrained companies*). Исследования показывают, что особенности институциональной среды накладывают отпечаток на возможности привлечения денег с внешнего рынка капитала и не всегда размер является определяющим фактором¹.

Процедуре IPO может предшествовать размещение определенного пакета акций (порядка 10—15%) среди группы квалифицированных инвесторов (*private placement*). Частное размещение акций или паев дает возможность компании, не открываясь и не становясь публичной, предложить часть своих акций, выпущенных путем регистрации новой эмиссии, профессиональным инвесторам (инвестиционным банкам, которые, как правило, организуют само частное размещение, фондам прямых инвестиций или стратегическим инвесторам, например контрагентам). Условием успеха частного размещения выступают хорошие финансовые показатели работы компании, а также наличие перспектив роста. Именно на анализе этих параметров инвесторы оценивают рыночную стоимость

¹ *Теплова, Т. В.* Эмпирическое исследование влияния финансовых ограничений, определяемых размером компании, на инвестиционное поведение на российском рынке / Т. В. Теплова, Е. В. Панкова // Управление корпоративными финансами. — 2007. — № 4. — С. 212-226

компания и определяют цену, которую они готовы заплатить за предлагаемые акции (паи). Для динамично растущей компании возможен целый ряд частных размещений, которые предшествуют IPO. При этом стоимость акций (паев) может вырасти за этот период в несколько раз, обеспечивая компанию все более дешевыми финансовыми ресурсами. Такой опыт продемонстрировали инвестиционная компания «Тройка-Диалог» с ВСМПО¹.

При привлечении прямых инвестиций огромную роль играют процедуры финансовой и юридической проверки инвестором компании (*Due Diligence*). Так как инвесторы получают доступ к внутренней информации по компании, то велика вероятность недобросовестного их поведения (коммерческий шпионаж). В связи с этим многие компании идут по пути подписания протокола о намерениях с включением штрафных санкций за нарушение обязательств или используют процедуру задатка. Заметим, что многие профессиональные инвесторы предпочитают получить информацию, подготовленную финансовыми консультантами, а не менеджментом самой компании. Здесь есть два мотива: большее доверие к внешнему эксперту, чем к заинтересованному лицу; сбор и анализ информации профессиональными консультантами часто идут во благо самой компании, так как позволяют упорядочить управленческий учет и отчетность, выделить и задействовать рычаги создания стоимости. Финансовые консультанты также помогают компании подготовить профессиональное представление информации для привлечения капитала — так называемый информационный меморандум (*information memorandum, offering memorandum*).

¹ В США и Западной Европе для обозначения прямых инвестиций используют либо понятие «venture capital», либо «private equity». Под «private equity» в Западной Европе понимают то же, что и под «venture capital», но расширяют последнее понятие, дополнительно включая в него так называемое «leverage buyouts» или «ЛВО» (левериджд байаут, т.е. выкуп (контрольного) пакета акций за счет долга). В США в понятие «private equity» вкладывают иное содержание: любые прямые инвестиции, за исключением венчурных инвестиций. Различия в толковании «private equity» являются причиной несопоставимости американской и западно-европейской статистики по венчурному финансированию. Родионов И. И., проф. ГУ ВШЭ [Электронный ресурс] Режим доступа : <http://www.xion.ru/study/?fac=1&year=7#187>.

Публичное размещение в большинстве случаев сопровождается включением акций компании в листинг биржи или вывод на внебиржевой рынок. После публичного размещения клиентская база инвесторов компании расширяется. Как правило, сначала базу формируют портфельные инвесторы, а затем и частные (индивидуальные). Проведение первичного размещения акций подтверждает, что компания достигла высокого уровня информационной прозрачности, показала устойчивый рост финансовых показателей, уровень корпоративного управления компании соответствует принятым стандартам и компания обладает долгосрочной стратегией развития бизнеса.

Первая процедура IPO по российской компании прошла в 1996 г.. Сотовый оператор «Вымпелком» разместил акции (ADR) на Нью-Йоркской фондовой бирже. Руководство компании сознательно установило цену размещения заниженной относительно внутренней стоимости, что породило два эффекта на рынке: спрос на депозитарные расписки «Вымпелкома» во много раз превысил предложение; в первый день торгов цена расписки превысила цену размещения более чем на 40%. Инвесторы, таким образом, выиграли, а компания «проиграла», так как привлечение денег прошло дороже, чем это определялось внутренней стоимостью. Часто компании вынуждены идти на занижение цены размещения, т.е. на сознательную «недооценку», чтобы расширить круг инвесторов и скомпенсировать инвесторам риски входа в капитал малоизвестной компании.

На середину 2007 г. более 40 компаний российского рынка провели IPO на российских, лондонских и американских торговых площадках. Не все публичные размещения акций российских компаний оказались эффективными для инвесторов, которые решили принять в них участие. Вложения в ряд компаний российского рынка через процедуру IPO показывают отрицательную доходность. Сопоставления ведутся по наблюдаемой текущей цене акции с ценой первичного размещения. Например, на осень 2007 г. отрицательную доходность вложений от момента

размещения на бирже показывают следующие компании: «Ситроникс», девелоперские компании *AFI Development* и группа «ЛСР», крупнейшая компания финансового сектора — «ВТБ», торговая сеть «Дикси», компания услуг в нефтедобыче «Интегра»¹.

В большинстве случаев привлеченные на открытом рынке капитала деньги направляются на новые инвестиционные проекты и приобретения. В ряде случаев средства направляются на рефинансирование долгов, что приводит к изменению структуры капитала. Примером может служить ОАО «Ситроникс»², руководство которой приняло решение из 356,5 млн долларов привлеченных в феврале 2007 г. 100 млн направить на выкуп еврооблигаций, размещенных в марте 2006 г. Для инвесторов такое решение более разумно, чем длительное хранение денег на банковских счетах до того, как будет найден достойный вариант инвестирования, как это произошло с привлечением денег по IPO в компании ОАО «Комстар-ОТС».

Компания, которая решается на привлечение средств через акции, должна:

- ✓ отвечать ряду требований, выдвигаемых инвесторами;
- ✓ иметь в наличии пакет акций, готовый к размещению, или получить согласие уже существующих акционеров на выпуск новых акций;
- ✓ обладать эффективной программой повышения ликвидности и стоимости акций.

Основными направлениями такой программы должны стать³:

- ✓ повышение информационной открытости эмитента;
- ✓ формирование прозрачной информации (story) для инвесторов;
- ✓ грамотные действия на фондовом рынке.

Наличие дисконта цены при выходе на внешний рынок капитала связано с асимметрией информации и традиционной трактовкой рынком

¹ в свободном доступе информация по IPO российских компаний представлена на сайтах: www.pbnco.com, <http://quote.ru>, <http://ipo-congress.ru>.

² Профиль бизнеса — микроэлектроника, телекоммуникационное оборудование, программное обеспечение, бытовая электроника.

³ Родионов, И. И., профессор ГУ ВШЭ. Режим доступа : <http://www.xion.ru/study/?fac=1&year=7#187>.

нового внешнего капитала как сигнала о переоцененности компании. Действительно, какой смысл собственникам расставаться с недооцененными акциями. Они предложат акции (доли в собственности) новым владельцам только при условии, что рынок либо правильно оценивает бизнес, либо даже переоценивает возможности компании. Классической моделью, которая демонстрирует этот эффект, является модель Майерса—Майлуфа (1984).

Что касается стоимости услуг консультантов, андеррайтеров, проведения road-show, то все эти затраты при организации IPO могут составлять внушительную сумму. На зарубежных рынках проведение одного IPO обходится эмитенту в среднем в 1 млн долл. Сами финансовые консультанты подчеркивают, что для рынка могут быть интересны IPO компаний с оборотом не менее 100 млн долл. в год или же с огромным потенциалом роста (когда ежегодный темп выручки составляет не менее 100%).

В АФК «Система» придерживаются принципа, что компании разумно идти на биржу, если стоимость ее превышает 2 млрд долл. В соответствии с такой позицией за 2006—2007 гг. на биржу были выведены несколько дочерних компаний группы, например «Комстар-ОТС», «Система Галс», «Ситроникс». При этом у АФК «Система» остаются непубличные компании, которые еще не «дотянули» до целевой планки адекватной оценки рынком.

Подготовка к IPO часто занимает достаточно длительный период времени и не всегда с точки зрения текущего сопоставления затрат и выгод выход на IPO кажется экономически оправданным. Следует учитывать стратегические цели собственников. Например, девелоперская компания (диверсифицированная компания, работающая на рынке недвижимости, — real estate company) «Система-Галс» потратила 1,5 года на реструктуризацию бизнеса и выстраивание понятной инвесторам двухуровневой структуры владения активами без теневых «внучек» и «жучек». В частности, была проведена консолидация пакетов акций ОАО «ТРК Казань», ЗАО «Кунцево

Инвест», ОАО «Система-Темп». В 2006 г. компания провела первичное размещение акций; 80% привлеченных средств было инвестировано в реализуемые проекты, а остальные направлены на приобретение прав на землю и зарезервированы на новые начинания. «Кредиты обошлись бы дешевле. Но когда у компании большой портфель проектов — а у нас порядка 64 в работе и около 40 на рассмотрении, — для их развития нужны деньги. Чтобы получить кредит, необходимо вложить в проект около 30% собственных средств, т.е. или вынимать их из кармана, или идти на биржу. Кроме того, IPO дает нам повышение прозрачности бизнеса, управляемости компанией, контроля над ежедневной операционной деятельностью»¹.

Наличие операционных убытков при понимании рынком потенциальных перспектив роста позволяет привлекать капитал через продажу собственных акций дополнительных публичных эмиссий (так называемых вторичных размещений — SPO). В 2007 г. компания «Силовые машины» успешно привлекла на финансирование инвестиционной программы, оцениваемой на уровне 145 млн долл. текущего года и 1 млрд долл. на отрезке до 2010 г., 274,4 млн долл. в рамках SPO (доля допэмиссии составила более 17% от увеличенного уставного капитала). Успешность размещения подтверждается размещением по верхней границе установленного андеррайтером и организатором ценового диапазона, а также «переподпиской» книги заявок в три раза. Привлечение капитала в размерах выше ожиданий самой компании, несмотря на наличие чистого убытка за 2006 г. в размере 132,2 млн долл., связано с высокими ожиданиями инвесторов перспектив развития энергетики в Российской Федерации и в мире.

При исчерпании возможностей работы на заемном капитале из-за высокого финансового рычага и убыточности деятельности дополнительная эмиссия акций

¹ Интервью Феликса Евтушенкова, генерального директора «Система-Галс» газете «Ведомости» от 12 марта 2007 г.

становится единственным вариантом финансирования дальнейшего роста. По этому пути пошла в 2007 г. компания «Аптечная сеть 36,6» — крупнейший российский фармацевтический ритейлер. Рынок аптечной розницы за 2007 г. вырос почти на 40% в стоимостном выражении. Ожидается, что эта тенденция сохранится в ближайшие годы. «Аптечная сеть 36,6» является единственным фармритейлером, чьи акции доступны на публичном рынке, что безусловно принималось во внимание при принятии решения о проведении вторичного размещения (SPO). Сеть насчитывает 936 аптек в 26 регионах, включает в себя пять магазинов «Центр раннего развития *ELC*», Европейский медицинский центр. Консолидированная выручка за первое полугодие 2007 г. составила 390,5 млн долл., консолидированная валовая прибыль — 130,9 млн долл., *EBITDA* — 15 млн долл., чистый убыток — 16,9 млн долл. При капитализации в 14,9 млрд руб. чистый долг компании — более 6 млрд руб. (247,1 млн долл.).

В ноябре 2007 г. ОАО «Аптечная сеть «36,6» года завершило вторичное размещение акций на российских биржах. Компания выпустила 1,5 млн новых акций — около 15,8% от увеличенного уставного капитала. В результате SPO компания смогла привлечь 2,8 млрд руб. (порядка 109 млн долл., при планах — 114 млн долл.); 3,17% дополнительной эмиссии выкупили уже существующие (так называемые «старые») акционеры-миноритарии по преимущественному праву.

При принятии решения о переходе к публичной компании следует учитывать еще один аспект: какие инвесторы станут совладельцами компании. Для собственников — основателей бизнеса зачастую этот вопрос становится ключевым. О причинах переноса IPO страховой компании «РЕСО-гарантия» один из ее собственников и основатель бизнеса С. Саркисов высказался так: «.. причины две. Ценовой коридор перед размещением был таким — 1,8—2,2 млрд долл. за компанию. По итогам предварительных встреч с инвесторами мы испугались, что IPO может пройти по нижней границе коридора. Вторая и главная причина — среди потенциальных инвесторов, как показало роуд-шоу, были одни хедж-фонды. Это абсолютно не входило в наши планы. Безусловно, это недоработка инвестбанков, ведь хедж-фонды покупают бумаги не для того, чтобы их

держат. Мы не хотим, чтобы акции «РЕСО-гарантии» были объектом краткосрочных спекуляций, мы финансовый институт, а из-за резких колебаний котировок могут нервничать клиенты и партнеры. Тему IPO для себя мы не закрыли, были планы возможного размещения осенью, но с учетом нынешней ситуации на рынках мы решили, что это преждевременно»¹.

Российский рынок позволяет сделать важные выводы по неудачным примерам проведения операции по переводу части акций в свободное обращение. Например, попытка через Лондонскую биржу продать часть акций из пакета крупнейшего собственника производителя калийных удобрений ОАО «Уралкалий» в 2006 г. не увенчалась успехом, несмотря на все благоприятствования внешних рыночных факторов (рост экспортных цен на хлористый калий, относительно низкие процентные ставки, нормальная ликвидность финансового рынка). Причина неудачи — агрессивный выход с игнорированием сигнальных эффектов продажи доли контролирующего собственника. По данной попытке размещения следует отметить три ошибки:

1) большая доля акций, единовременно выставленная на продажу (20,84% уставного капитала);

2) завышенная оценка компании на тот момент (размещение предполагалось с оценкой компании в диапазоне 4,3—5,2 млрд долл., когда рыночная капитализация по уже котирующимся акциям не превышала 4 млрд долл.);

3) отрицательное восприятие рынком продажи собственником части принадлежащего пакета без привлечения денег собственно в компанию (на инвестиционные решения).

В 2006 г. инвесторы на рынке очень низко оценили компанию, поэтому собственнику пришлось отказаться от объявленной сделки по продаже акций. Учет промахов позволил реализовать выход на Лондонскую биржу осенью 2007 г. с формально положительной оценкой. Сумма сделки по «Уралкалию»

¹ Интервью газете «Ведомости» от 7 ноября 2007 г.

составила 947,97 млн долл. при выставленном на продажу пакете в 12,5% уставного капитала.

Традиционно положительными результатами IPO признаются сделки по публичной продаже акций, если: компания уложилась в объявленный ценовой диапазон; размещение прошло по верхней границе ценового диапазона.

При этом часто игнорируется такой важный момент, как разрыв спроса и предложения, иначе говоря «переподписка». Например, в 2007 г. на акции «Уралкалия» была рекордная переподписка: спрос в 23 раза превысил предложение, что привело к тому, что на предварительных торгах после сделки IPO акции подорожали на 25% по сравнению с ценой размещения. Однако собственник компании уже не может получить эти выгоды от более высокой оценки рынком его бизнеса по сравнению с консервативной оценкой, которая была заложена при формировании ценового диапазона сделки.

Для проведения IPO и SPO важным моментом является выбор времени, когда инвесторы имеют достаточно средств, чтобы вложить их на фондовом рынке. Это предполагает умение вести мониторинг настроений как стратегических, так и портфельных инвесторов. Игнорирование этого правила порождает срыв операции по привлечению капитала или формирование не соответствующей интересам существующих собственников «клиентской базы миноритариев», что впоследствии может породить агентские конфликты. Проверку на следование правилу выбора времени выхода на биржу с учетом анализа спроса инвесторов российские компании демонстрировали летом 2007 г., когда на мировом финансовом рынке возникла проблема нехватки ликвидности, порожденная ипотечным кризисом в США. Ряд компаний объявили о переносе запланированного IPO как минимум до конца 2007 г. (например, *UC Rusal*, НМТП, «Синергия» *Coalco Development*, банк «Зенит»). Решение идти наперекор рынку привело к неудаче IPO ОГК-2 осенью 2007 г., проводимого в рамках приватизации

электроэнергетики. Из предложенных инвесторам 12 млн новых акций проданными оказались лишь 6,2 млн шт. Из-за этого компания не получила заложенные в операцию привлечения капитала более 700 млн долл. Причиной неудачи IPO стало два фактора: сложная ситуация с ликвидностью на глобальном финансовом рынке, что не позволило принять участие в размещении многим инвестиционным компаниям; спорно установленная цена акции, которая базировалась на сделках начала 2007 г. (по ГМК «Норильский никель», *Enel*, *E.On*). В 2006 г. энергоактивы продавались на рынке с мультипликатором 300—400 долл. за 1 кВт мощности, в 2007 г. мультипликатор вырос до 750 долл., что позволило по ОГК-2 установить планку на уровне мультипликатора, превышающего 500 долл. за 1 кВт мощности. С учетом ряда других фундаментальных факторов инвесторы сочли цену завышенной.

Прямое финансирование («direct equity» или «private equity») и его разновидность — венчурное финансирование («venture capital») на сегодняшний день наибольшее развитие получило в странах с прецедентной правовой системой (common law), в первую очередь в США, Великобритании, Канаде и Австралии. Водораздел между венчурными и другими внебиржевыми (часто используется термин — прямыми) инвестициями в собственный капитал компании проходит по признаку наличия либо отсутствия так называемого «контролирующего (стратегического) участия» и сферам приложения капитала.

Венчурный инвестор с целью уменьшения риска нецелевого использования привлеченных в компанию средств (в большинстве случаев, без обеспечения) требует вхождения одного или нескольких своих представителей в состав совета директоров. Это позволяет ему держать «руку на пульсе» компании (hands on). Учитывая активную позицию венчурных инвесторов, финансирование венчурным капиталом должно рассматриваться не просто как одна из форм непубличного (прямого) привлечения финансирования, а как нечто большее, включающее в себя привлечение от

венчурного инвестора опыта, связей в мире бизнеса и не поддающегося формализации менеджерского таланта.

Вторая характеристика венчурных источников финансирования касается направлений инвестирования. Это либо компании, демонстрирующие значительный потенциал роста, находящиеся на стадии начального развития, расширения или трансформации, либо проекты с большим потенциалом создания стоимости для компании.

Часто венчурное финансирование делят по рынкам формального и неформального венчурного капитала (инвесторам венчурного типа) на институциональные образования (венчурные фонды и компании венчурного капитала) и индивидуальных инвесторов (так называемых «бизнес-ангелов»).

В США бизнес-ангелы инвестируют в меньших объемах, чем институциональные венчурные инвесторы, однако их сфера инвестирования принципиально иная и это очень важно для инновационного развития страны. Бизнес-ангелы инвестируют на более ранних этапах, чаще всего финансируют те проекты, которые ни при каких условиях не станут финансировать институциональные инвесторы, в первую очередь из-за высоких (относительно общего размера инвестиций) издержек на различные экспертизы и накладных расходов, а также высокого уровня неопределенности конечного результата.

5.14. Финансовые взаимоотношения с собственниками (дивидендная политика)

«У нас никогда не было стандартной дивидендной политики. Идея платить 20% прибыли (или 10%, или 30%) в виде дивидендов поражает нас своей глупостью, тем более с учетом наших особенностей. Вы можете оказаться в положении, когда будете вынуждены это делать, поскольку вы уже создали ожидания в головах людей. Однако в этом нет никакой логики. Если вы создаете

более 1 долл. стоимости на каждый вложенный вами доллар, то зачем что-либо выплачивать?»

Из обращения к акционерам У. Баффетта в годовом отчете компании *Berkshire Hathaway* в 2000 г.¹

Компании используют ряд инструментов выстраивания взаимоотношений с ее собственниками, т.е. в построении политики распределения финансового результата (*payout policy*). Классическое правило, которым руководствуется большинство финансовых директоров: если компания не находит направлений инвестирования, отдача по которым превышает требуемый уровень (в упрощенном виде — среднерыночную доходность), то заработанные средства (читая прибыль) должны быть направлены собственникам для самостоятельного их вложения. Однако это правило не учитывает психологические аспекты восприятия текущих выплат. На практике дивидендная политика строится на учете ряда факторов, а не только инвестиционных возможностей у компании. В результате операционные денежные потоки, а также привлеченные заемные средства или средства от продажи активов при определенных условиях могут быть направлены владельцам собственного капитала. Традиционный путь построения расчетов с собственниками — дивиденды в денежной форме (*cash dividend*). Реже компании делят заработанную прибыль через распределение ценных бумаг (акций или облигаций дополнительной эмиссии). Это форма дивиденда акциями (американские аналитики финансового рынка используют термин «*stock dividend*», также можно встретить британский аналог — «*scrip dividend*»). Основные формы расчетов с собственниками показаны на рис. 5.4.

Альтернативный инструмент построения финансовых отношений с собственниками — выкуп акций компании из обращения (*share repurchase*),

¹ Чиркова, Е.В. Философия инвестирования У. Баффетта / Е. Чиркова. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. — С. 97—98.

для которого часто используется термин «обратный выкуп». Вместо периодических поступлений денежных средств от компании собственник получает разовую выгоду от продажи акций и в ряде случаев перестает быть владельцем капитала. На рис. 5.4 показаны возможные инструменты выстраивания финансовых отношений с собственниками (акционерами) компании.

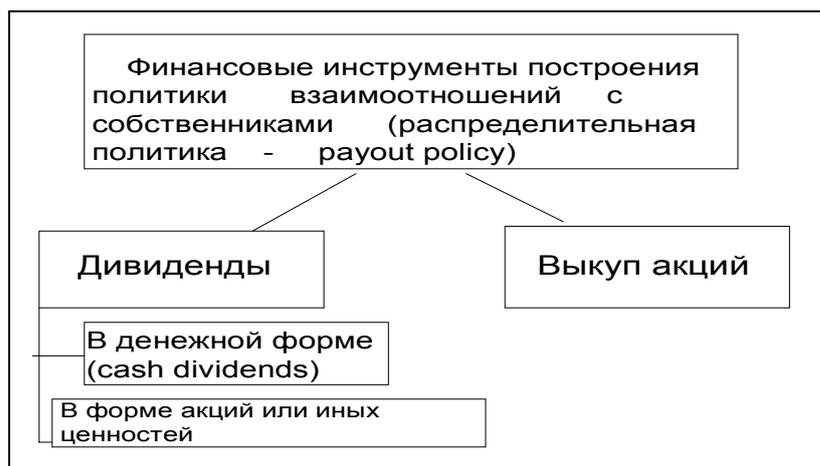


Рис. 5.4. Политика распределения прибыли, направляемой на потребление

Компания разными способами может реализовывать решение о выкупе акций: через покупку собственных акций на открытом рынке, тендерные предложения собственникам, аукционные покупки или даже через продажу «прав на выкуп». В мировой практике программы обратного выкупа используются достаточно широко. Например, в 2007 г. компания *Nestle* при существенном росте финансовых показателей за первое полугодие (выручка выросла на 8,4%, прибыль на 18%), а также при завершении запланированных ранее поглощений (например, после завершения сделки по покупке производителя детского питания *Gerbe*) и получении средств от продажи активов (производителя средств для ухода за глазами *Alcon*) объявила о трехлетней программе выкупа акций. В компании принято решение направить на выкуп порядка 20,6 млрд долл. Аналогичная программа реализуется основным конкурентом компании —

Procter&Gamble, объявившей о намерении направить на выкуп порядка 30 млрд долл., а также компанией *Unilever*.

Традиционный мотив именно выкупа, а не дополнительных денежных дивидендов, состоит в учете психологического восприятия ожидаемых денежных поступлений (так называемом эффекте ожиданий, когда уменьшение текущего дохода воспринимается инвесторами болезненнее, чем аналогичное повышение). У ряда компаний российского рынка также существуют программы выкупа акций (или депозитарных расписок). Например, сотовый оператор ОАО «МТС», пивоваренная компания «Балтика» активно выкупают собственные акции с рынка. Как правило, такие программы преследуют четыре цели:

1) краткосрочное вложение денег с ориентацией на получение экономического эффекта, т.е. приобретение недооцененных на рынке акций (выкуп собственных акций может быть рассмотрен инвесторами как сигнал о вере менеджмента в потенциал роста компании, особенно при существенной недооцененности акций на рынке, что имеет место по компании АФК «Система», которая объявила в 2007 г. план выкупа с открытого рынка в размере примерно 1% акций);

2) формирование запаса акций для реализации опционных программ вознаграждения менеджеров и персонала;

3) создание запаса для использования в качестве валюты в сделках по покупке контроля;

4) введение налоговой экономии для собственников, так как в ряде стран налог на прирост капитала меньше, чем налог на дивиденды и существуют льготы, позволяющие часть выгод вывести из-под налогообложения.

В мировой практике решения о направлении средств на выкуп акций обычно касаются «сверхдоходов», которые носят разовый, случайный характер. Повышать дивидендные выплаты и создавать для инвесторов эффект высоких ожиданий относительно текущих выплат на базе

нетипичных доходов компании было бы не верно. В то же время не распределять свободные денежные средства также опасно, так как велика вероятность их неэффективного использования менеджментом (так называемый эффект денежных потоков, который сопровождается агентские конфликты). В адрес руководства компании от финансовых аналитиков и консультантов поступают рекомендации о необходимости выкупа акций за счет полученных сверхдоходов.

Предлагаемая оферта на выкуп акций для российских компаний часто становится не столько альтернативой денежным дивидендам, которые компания не платила и не собирается платить в ближайшем будущем, сколько обеспечением возможности выйти из бизнеса части собственников при низкой ликвидности рынка акций. Такое решение демонстрирует руководство ОАО «Камаз» в 2007 г., объявив оферту на выкуп акций. Первоначально оплачиваться оферта на выкуп порядка 10% акций предполагалась из средств компании и облигационного займа, однако из-за удорожания облигационных заимствований летом и осенью 2007 г. компания вынуждена была обратиться к краткосрочным займам, которые затем предполагает перевести в более дешевые источники покрытия.

Так как выкуп акций не может рассматриваться как долгосрочная политика компании, то такого рода решения позволяют более гибко управлять свободными денежными потоками компании. Заметим, что и рынок воспринимает решение о выкупе акций более значимо, чем повышение дивидендных выплат (реакция в цене акции выше).

Налоговые мотивы связаны с тем, что традиционно в мировой практике дивиденды облагаются более высоким подоходным налогом, чем прирост капитала. Кроме того, фактически в дивидендных выплатах имеет место двойное налогообложение, так как сначала компания платит с заработанной прибыли налог на прибыль (корпоративный налог, который в Российской Федерации составляет 24%), а затем с сумм, направляемых собственникам, еще вычитается подоходный налог. Выкуп акций компанией может

производиться как из чистой прибыли, т.е. после уплаты налога на прибыль, так и из привлекаемого заемного капитала, когда прибыль отсутствует. В ряде стран из-за налоговых оптимизаций политика выкупа акций запрещена.

В США до 1982 г. ставка подоходного налога на дивиденды составляла 70%, а на прирост капитала — 50% (это доход, получаемый от продажи акций). После 1982 г. ставки налога снизились (50 и 20% соответственно), а с 1986 г. сравнялись (28%). В России также имели место существенные подвижки в налогообложении дивидендов. До 2002 г. ставка подоходного налога на дивиденды составляла 30%, с 2002 г. — 6%, а с 2005 г. — 9%. Сопоставление со ставкой налога на прирост капитала в Российской Федерации позволяет сделать табл. 5.11. В ней акцентировано внимание на различие в налогообложении для физических и юридических лиц, резидентов и нерезидентов, которые не относятся к налоговым режимам в форме упрощенного налогообложения или вмененного налога, регулируемым отдельными налоговыми законами.

Таблица 5.11

**Налогообложение доходов от владения собственным капиталом компании и
заемным капиталом¹**

| Физические лица — владельцы капитала | | Юридические лица — владельцы капитала | |
|--------------------------------------|--|---|--------------------------------|
| Нерезиденты | Резиденты ² | Нерезиденты | Резиденты ³ |
| 30% со всех доходов | Дивиденды — 9% | Ставка налога на прибыль — 20% | Ставка налога на прибыль — 24% |
| | Выгоды материальные (включая доход от продажи акций) — 13% | Дивиденды (которые получают иностранные компании) — 15% | Дивиденды — 9% |
| | Подарки, призы, выигрыши, | | |

¹ Налоговый кодекс РФ (изменения имели место в 2000—2002 гг.), ст. 224 и др.

² Граждане РФ или не имеющие гражданства, но свыше полугода проживающие на территории РФ.

³ Состоят на учете в Регистрационной палате.

| | | |
|--|---|--------------------------|
| | процентный доход от владения заемным капиталом, превышающий ставку Банка России ¹ (доход от облигаций, банковских депозитов) — 35% | Доход от облигаций — 15% |
|--|---|--------------------------|

Согласно классической теореме Миллера-Модильяни (ММ, 1961) о влиянии на совершенном рынке финансовых решений на стоимость компании, дивидендная политика относительно долей распределения прибыли на дивиденды и увеличение активов (инвестиционные решения), а также на выбор инструментов расчетов с собственниками (выкуп, денежные выплаты или иные ценные бумаги) являются иррелевантными, т.е. не оказывают влияния на рыночную стоимость компании. На несовершенных рынках, когда прирост капитала и дивиденды облагаются налогом с разными ставками и информация о принятии решений в компании не полна, приходит с опозданием, а следовательно, будущие выгоды от инвестиционных решений более рискованны, чем текущие выплаты дивидендов, рыночные инвесторы и финансовые директора рассматривают дивидендную политику как одну из форм коммуникаций с рынком, при которой компания получает возможность подавать рынку «правильные сигналы». На несовершенном рынке дивидендная политика становится одним из рычагов (драйверов) создания стоимости.

Особенно актуальны вопросы правильной постановки дивидендной политики при большом числе собственников с разными интересами временных горизонтов получения дохода и при асимметрии информации.

Так как дивидендные выплаты могут создать для компании определенный спрос на акции со стороны рыночных инвесторов, то за счет

¹ На 2007 г. 10%.

привлечения их менеджмент компании может инициировать рост цен акций. Главная задача здесь — оценить «клиентскую базу» получателей дивидендов и создать благоприятные условия для их прихода в компанию.

Так же как и долговое бремя, дивиденды могут выступать «лекарством» для «окопавшихся менеджеров». Действие лекарства проявляется через изъятие свободных от операционных обязательств денежных средств и понуждение менеджеров к реализации инвестиционных задач через работу с кредиторами. Как правило, взаимодействие менеджмента компании с кредиторами сопровождается более тщательной проработкой бизнес-планов, инвестиционных расчетов, жестким финансовым контролем, экономическим мониторингом с учетом меняющейся ситуации на рынке. Собственно этого и добиваются владельцы собственного капитала.

Часто ограничивающим фактором для высокого дивидендного выхода является потребность в поддержании и обновлении основного капитала компании. Так, несмотря на рекомендации государства направлять на выплату дивидендов в компаниях с государственным участием не менее 25% чистой прибыли, ОАО «Алроса» в последние годы придерживалась дивидендного выхода на уровне 10%. Доля, направляемая на дивиденды, постепенно увеличивалась с 6,6% за 2001 г. до 14% за 2006 г. Низкий дивидендный выход связан с необходимостью существенных капитальных вложений из-за перехода с открытого способа добычи алмазов на более затратный — шахтный. Также государство лояльно относится и к другим компаниям с государственным участием, которые ведут большие инвестиционные программы и из-за этого направляют на выплату дивидендов суммы, существенно ниже установленной нормы (например, ОАО «РЖД»).

Компании с высокой рентабельностью продаж и ориентацией на рост через зарубежные приобретения или слияния переходят на фиксацию дивидендного выхода в принимаемом положении о дивидендной политике.

Например, крупные металлургические компании РФ («Норильский никель», «Северсталь», НЛМК) фиксируют норму на уровне 25% чистой прибыли. В принятой в 2007 г. дивидендной политике российской нефтехимической компании «Сибур холдинг» нижняя планка также установлена в 25% от чистой прибыли по МСФО. Компания готовится к IPO, и принятие дивидендной политики является одним из значимых сигналов для потенциальных инвесторов.

Нижняя планка в 15% консолидированной чистой прибыли при расчете дивидендов зафиксирована в дивидендной политике ОАО «Лукойл» и ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК). Совет директоров ОАО «ММК» ориентирует менеджмент в будущем перейти к целевому значению дивидендного выхода в 25% от чистой прибыли, т.е. на уровень основных конкурентов. Минимум в 10% от чистой прибыли по US GAAP зафиксирован в дивидендной политике ОАО «Роснефть».

Еще одна причина отказа от дивидендов на российском рынке — ориентация на будущий рост компании и рост капитализации и соответствующее формирование «клиентской базы» инвесторов. Например, практически все золотодобывающие компании, работающие в Российской Федерации, не выплачивают дивидендов (*Highland Gold, Peter Hambro, Полиметалл*) или же при фиксации в дивидендной политике норматива в 25% (например, ОАО «Полюс Золото») вводят оговорку об учете при принятии решений потребностей в финансировании производственной и инвестиционной деятельности, а также необходимости управления долговыми обязательствами.

Осторожной политики фиксации дивидендов придерживаются и крупные монополии российского рынка, например РАО «ЕЭС России» и ОАО «Газпром». Так, дивиденды ОАО «Газпром» строятся из двух частей: гарантированной и переменной. Для расчета гарантированной части руководство принимает во внимание наименьшее значение из двух величин:

10% от чистой прибыли по РСБУ или 2% от средневзвешенной капитализации за год.

25 апреля 2003 г. совет директоров ПАО «ЕЭС России» утвердил методику расчета дивидендов материнской компании (ранее подобная методика была утверждена для «дочек» ПАО).

Основными принципами, положенными в основу методики, являются:

- ✓ использование принципа дифференциации суммы дивидендных выплат в зависимости от значения ряда существенных критериев;
- ✓ обеспечение прозрачности (понятности) механизма определения суммы дивидендных выплат для акционеров и менеджеров.

В Положении о дивидендных выплатах зафиксировано, что выплата дивидендов осуществляется за счет чистой прибыли, т.е. прибыли после налогообложения. Расчет суммы дивидендов на привилегированные акции производится в соответствии с положениями Закона об акционерных обществах и устава ПАО «ЕЭС России».

В основе расчета суммы дивидендов на обыкновенные акции лежит оценка аналога чистого денежного потока ПАО «ЕЭС России» — показателя *EBITDA*. Показатели доналоговой прибыли (*EBIT*, *EBITDA*) являются определяющими и в анализе эффективности работы компании и ее «дочек». Например, топ-менеджеры по бизнес-единицам (региональным энергокомпаниям) рекомендуют использовать показатель доналоговой рентабельности (*EBIT / Assets*) на уровне не ниже 2.

Сумму дивидендных выплат предлагается определять по значениям двух параметров, отражающих деятельность компании по результатам прошедшего года: Div_1 и Div_2 .

Значение Div_1 рассчитывается по следующей формуле: из чистой прибыли вычитается сумма обязательных отчислений в резервный фонд, сумма дивидендов на привилегированные акции (по уставу ПАО «ЕЭС России» это 10% чистой прибыли), а также величина авансового использования прибыли в отчетном периоде на инвестиции.

Вторым элементом, формирующим дивидендные выплаты, выступает показатель Div_2 , рассчитываемым по следующей формуле:

$$Div_2 = K_1 (EBITDA - Int - Tax)(ADJ_K_1),$$

где K_1 — коэффициент, ежегодно устанавливаемый советом директоров ПАО «ЕЭС России» по итогам девяти месяцев отчетного года; Int — сумма процентов по заемному капиталу; Tax — налоговые платежи (налог на прибыль); ADJ_K_1 — поправочный коэффициент, отражающий финансовое состояние ПАО «ЕЭС России» (при устойчивом состоянии коэффициент равен 1, при удовлетворительном — 0,7, при неудовлетворительном — 0,4).

Меньшая из двух итоговых сумм (Div_1 или Div_2) должна направляться на дивиденды по обыкновенным акциям.

На российском рынке принятие решений о начале выплаты дивидендов не всегда проходит гладко. Интересные сопоставления можно построить при рассмотрении трех крупных публичных игроков рынка связи: акционерных обществ «МТС», «Вымпелком» и «Мегафон». Сотовая компания «МТС», будучи «дочкой» АФК «Система» уже несколько лет выплачивает дивиденды своим владельцам. Иная ситуация сложилась по двум другим крупным операторам связи. У ОАО «Мегафон» и «Вымпелком» финансовое положение было таково, что несмотря на наличие положительной чистой прибыли и высокой рентабельности (например, у «Мегафон» за 2006 г. маржа по *OIBDA* составила 49,5%) свободный денежный поток (*FCF*) в течение ряда последних лет был отрицательным. Это было связано с выбором стратегии быстрого роста и высокой потребностью в инвестициях. Только по результатам за 2006 г. «Мегафон» и «Вымпелком» смогли получить положительные значения *FCF*. Перед руководством компаний впервые встал вопрос о распределительной политике.

Члены совета директоров ОАО «Вымпелком» в 2007 г. единогласно проголосовали за начало выплат дивидендов. Выплаты по результатам работы компании за 2006 г. должны составить 40% чистой прибыли. Решение вынесено на общее собрание акционеров и будет поддержано. Другая ситуация сложилась в ОАО «Мегафон», где единодушия относительно начала выплат дивидендов среди членов совета директоров нет. При рассмотрении результатов работы компании за 2006 г. и принятии решений относительно выплаты дивидендов в 2007 г. из семи членов совета

директоров два проголосовали против начала выплат (заметим, что они представляют акционеров с 31% долей в компании).

Для компаний с концентрированной структурой собственности выплаты дивидендов часто подчинены личным интересам контролирующих акционеров. Эту ситуацию ярко демонстрирует пример с установлением дивидендных выплат по компании ОАО «ММК». За период 2005—2007 гг. у компании относительно структуры собственности произошли два крупных события: приватизация государственного пакета акций (2004) и выкуп крупного пакета у компании «Мечел» в пользу ключевого собственника — генерального директора В. Рашникова; появление внешних миноритарных акционеров после выхода комбината на биржу весной 2007 г. Так как процедуры выкупа акций реализовывались за счет заемных средств, то для их погашения требовались существенные денежные поступления крупному собственнику, что было обеспечено через дивидендную политику компании. В принятом положении о дивидендах, компания обязывалась направлять на дивиденды не менее 15% годовой чистой прибыли по US GAAP. В период до IPO выплаты были более существенными. Как результат, за период 2004—2006 гг. компания направила собственникам порядка 2,5 млрд долл. Заметим, что чистая прибыль по результатам за 2006 г. по US GAAP составила 1,43 млрд долл. Дивидендная доходность «Магнитки» была одной из самых высоких среди сталелитейных компаний. Несмотря на успешные результаты начала 2007 г., после консолидации крупного контрольного пакета в одних руках и погашении займов, привлеченных на эти цели, а также при наличии интересных инвестиционных проектов, комбинат вернулся к базовому положению дивидендной политики — 15% чистой прибыли. Дивидендная доходность снизилась до 2,3%.

Отказ от выплаты дивидендов может быть связан не только с имеющимися инвестиционными возможностями, но и с высокой долговой нагрузкой, когда вся нераспределенная прибыль направляется на погашение долгов. Например, акционеры компании «Нортгаз» на годовом собрании

акционеров поддержали решение совета директоров не выплачивать дивиденды за 2006 г., а направить небольшую часть чистой прибыли в размере 1,5 млрд руб. на капитальные вложения в размере 0,138 млрд долл., а оставшуюся существенную часть — на погашение долгов.

Высокая потребность в денежных средствах у головной компании (корпоративного центра), а также политика централизации финансовых ресурсов часто порождают необычно высокий дивидендный выход в «дочках», особенно в том случае, если доля контроля составляет более 90%. Например, решения по приобретению зарубежных активов холдингом «Евраз Групп» существенно финансируются через дивидендную политику крупных дочерних компаний — Западно-Сибирским (ЗСМК) и Нижнетагильским (НТМК) металлургическими комбинатами. Дивидендный выход материнской компании в соответствии с принятой дивидендной политикой составляет 25% от чистой прибыли по МСФО. В холдинге принята поквартальная политика утверждения и выплаты дивидендов. Дивидендный выход дочерних компаний значительно выше. Например, доля прибыли, направленная по результатам первого квартала 2007 г. в ЗСМК на дивиденды составляет порядка 70%.

5.15. Оборотный капитал и прогнозирование текущих финансовых потребностей

«Примерно 60% рабочего времени финансового менеджера затрачивается на принятие финансовых решений краткосрочного характера, и преимущественно этими проблемами начинает заниматься большая часть выпускников данной специальности, впервые поступив на работу.»¹

¹ Бриггем, Ю. Финансовый менеджмент — Т. 2 / Ю. Бриггем, Л. Гапенски. — СПб. : Экономическая школа, 1997. — С. 256.

Главная финансовая цель — наращивание стоимости — должна поддерживаться сохранением платежеспособности, т.е. поддержанием возможности расплачиваться по возникающим в каждый момент времени обязательствам. Под **платежеспособностью** (liquidity) понимают способность фирмы погашать денежные и иные обязательства в объеме и в сроки, предусмотренные контрактами. Неплатежеспособность приводит к срыву текущих операций и может породить ситуацию полного прекращения деятельности. Такая крайняя ситуация связана с невозможностью аккумулировать денежные средства из имеющихся активов (оборотных и внеоборотных (основных)).

Чтобы иметь возможность расплатиться, компания должна отслеживать и управлять денежными оттоками и планировать и контролировать поступление денег. Управление платежеспособностью (liquidity management) предполагает планирование поступлений и оттоков денежных средств таким образом, чтобы иметь возможность расплатиться по обязательствам (прежде всего, краткосрочным). Управление ликвидностью баланса (assets liquidity management) включает в себя планирование и использование статей активов таким образом, чтобы иметь возможность своевременно превратить их в денежные средства и погасить обязательства. Управление ликвидностью баланса предполагает управление оборотными активами (запасами, дебиторской задолженностью, резервными денежными средствами) и основным капиталом (через планирование продаж основных средств, оценку инвестиционных проектов и т.п.).

В управлении платежеспособностью обычно отслеживаются два коэффициента: обеспеченность деньгами и обеспеченность ликвидными активами. *Коэффициент обеспеченности деньгами* (days cash on hand ratio) равен отношению статьи «денежные средства» в балансе компании к величине ежедневных денежных операционных расходов. Он показывает число дней, в течение которых компания может работать исключительно на имеющихся в данный момент денежных средствах. *Коэффициент*

обеспеченности ликвидными активами (days liquidity on hand ratio) равен отношению наиболее ликвидных статей активов (например, статьи «денежные средства», «ликвидные ценные бумаги», «дебиторская задолженность») в балансе компании к величине прогнозируемых ежедневных денежных операционных расходов. Ежедневные денежные операционные расходы определяются через деление прогнозируемой величины годовых расходов на производство и реализацию продукции (услуг) на число дней в году (365 или 366).

Если деятельность компании прибыльна, то нехватка денежных средств может быть связана с проблемами в управлении оборотным капиталом или же с большими инвестиционными программами. Как правило, для решения долгосрочных (инвестиционных) задач привлекаются «длинные» деньги — собственные (в виде нераспределенной прибыли или дополнительного внешнего капитала) или же платные заемные. Более сложный вопрос связан с финансированием оборотного капитала. В академической литературе деньги, материализованные в виде статей текущих активов баланса (запасы, дебиторская задолженность, краткосрочные вложения в ценные бумаги, собственно денежные средства на счетах и в кассе) носят название **оборотного капитала**. Этот капитал используется в оперативной деятельности компании: для выплаты заработной платы, превращения сырья в продукцию, продажу продукции и получение «живых денег». Разность между текущими (оборотными) активами и краткосрочными (в пределах одного года) обязательствами носит название **чистого оборотного капитала** (net working capital, *NWC*). Компания с большой величиной *NWC* вряд ли столкнется с проблемой неплатежеспособности. Однако работа на большой величине *NWC* (с большой долей *NWC* в активах или в выручке) не является эффективной. Задача финансового директора — определить оптимальный уровень инвестиций в оборотный капитал и обеспечить поддержание этого уровня через гибкую политику использования

кредиторской задолженности и своевременное реагирование на рост потребностей в краткосрочных займах.

Краткосрочные финансовые планы (бюджеты). Задачу поддержания платежеспособности (балансирование прихода денег и погашения обязательств) решают краткосрочные финансовые планы (бюджеты). Основным бюджетом представляет собой совокупность сбалансированных между собой бюджетов: продаж, производства, реализации, закупок сырья и материалов, оплаты труда, коммерческих и управленческих расходов. Оперативное финансовое управление реализуется через бюджет денежных поступлений и выплат. Контролирующими документами в финансовом управлении традиционно являются плановый баланс (балансирование изменений статей активов и пассивов) и плановый отчет по прибыли. Следует различать понятия «бюджет» и «смета», хотя в литературе они часто трактуются как синонимы. **Бюджет** — это сбалансированный по источникам поступлений и направлениям расходов финансовый план с фиксируемыми денежными начислениями. **Смета** — планируемый отток и приток денег, а не начисления.

Наиболее сложными для составления бюджетами являются бюджет реализации и себестоимости производства. Это связано с тем, что для их составления требуется анализ и прогноз динамики цен на производимую продукцию и закупаемые сырье, материалы, комплектующие, а также принятие решения о возможном с точки зрения доступности мощностей и целесообразности с экономических позиций объеме производства в физическом выражении. Такое принятие решений требует анализа эластичности спроса по цене и оценки приемлемого уровня цен с учетом планируемого объема. Огромная роль в такой работе принадлежит маркетологам. Бюджет себестоимости увязывается с планируемым объемом выпуска и базируется на установленных в компании нормативах использования затрат в рамках выделяемых статей расходов. Степень детализации статей зависит от размера компании, ее финансовой структуры

(выделенных центров финансовой ответственности) и принятой системы управленческого учета.

Ключевыми элементами в построении бюджета денежных поступлений и выплат являются планируемые значения:

- ✓ по объему продаж (с выделением продаж на внутреннем и внешнем рынке, продаж по предоплате (с авансированием оплаты), по поставке, с отсрочкой платежа (в кредит));

- ✓ инкассации дебиторской задолженности;

- ✓ используемым товарным кредитам на базе прогноза кредитной политики поставщиков;

- ✓ заработной плате, налоговым платежам, расчетам с поставщиками;

- ✓ расчетам с собственниками (дивидендные выплаты);

- ✓ расчетам с кредиторами, включая планируемые объемы привлечения заемного капитала.

Проверка сбалансированности финансовых планов реализуется по формуле:

Изменение статей активов баланса = Изменение статей обязательств + Увеличение
собственного капитала.

Так как в текущей деятельности главным источником увеличения собственного капитала является нераспределенная прибыль, то формула принимает следующий вид:

$$\Delta A = \Delta L + \Delta RE,$$

где A — статьи активов (assets); L — обязательства (liabilities); RE — нераспределенная прибыль (retained earnings); знак Δ — приращение за период (например, квартал или год).

При планировании нераспределенной прибыли учитываются требования собственников о направлении части прибыли на дивиденды или иные цели, связанные с удовлетворением интересов заинтересованных лиц.

Оценка потребности в дополнительном финансировании методом «доли продаж». Превышение величины изменения активов над суммой роста обязательств и увеличенной нераспределенной прибылью может трактоваться как потребность в дополнительном финансировании (additional funds needed, *AFN*). Самый простой путь расчета потребности — метод «доли продаж» (percent of sales method). Идея метода базируется на сохранении неизменными на планируемом временном отрезке базовых финансовых коэффициентов (доли себестоимости и прибыли в выручке, дебиторской и кредиторской задолженности в выручке). В упрощенном виде в качестве изменения статей активов в связи с ростом объема производства и продаж могут рассматриваться наращенные значения запасов и дебиторской задолженности. При этом предполагается, что новый объем продаж может быть произведен и реализован на имеющихся мощностях (наличие оборудования, площадей, складских и торговых помещений позволяют это сделать). Изменение прибыли ставится в прямую зависимость от роста выручки через коэффициент чистой рентабельности продаж (маржу по чистой прибыли). Расчет величины нераспределенной прибыли рассматриваемого периода времени реализуется по формуле

$$RE = PM \times Sales (1 - \gamma),$$

где *PM* — рентабельность чистой прибыли (profit margin) как отношение чистой прибыли к выручке; *Sales* — планируемая выручка за период; γ — дивидендный выход как доля чистой прибыли, направляемая собственникам, $(1 - \gamma)$ — коэффициент реинвестирования (или удержания, retained ratio).

Если статьи активов (например, дебиторская задолженность и запасы) предположить линейно зависимыми от объема выручки (*Sales*) с

коэффициентом AR^* , а кредиторскую задолженность также увязать с выручкой с коэффициентом APR , то потребность в дополнительном финансировании рассчитывается следующим образом:

$$AFN = AR^* \Delta Sales - APR \Delta Sales - PM \times Sales (1 - \gamma).$$

Аналитики и финансовые менеджеры часто работают со среднеотраслевыми значениями (медианными). Для ряда отраслей доля неденежных (non-cash) оборотных активов в выручке составляет достаточно высокую долю. Например, для химических компаний может достигать до 25—30%.

Приведенная формула и алгоритм анализа позволяют оценить приемлемый темп роста выручки, который может быть обеспечен без привлечения дополнительных источников финансирования. Примем значение $AFN = 0$ и решим уравнение относительно темпа прироста g :

$$AR^* \times Sales_0 g = APR \times Sales_0 g + PM \times Sales_0 (1 + g) (1 - \gamma),$$

где $Sales_0$ — выручка-нетто в отчетном году.

Максимальный темп роста выручки, который может быть профинансирован за счет нераспределенной прибыли при сохранении неизменными показателей управления оборотным капиталом, рассчитывается следующим образом:

$$g = \frac{ROA (1 - \gamma)}{1 - D/A - ROA (1 - \gamma)}.$$

Меняя условия работы с оборотными активами (оборачиваемость запасов и дебиторской задолженности), можно оценить чувствительность

темпа роста выручки от политики управления оборотным капиталом и выбрать приемлемый с точки зрения риска сценарий достижения поставленных целей.

Рассмотрим использование представленного метода на примере.

Компания XYZ определяет потребность в дополнительном финансировании на 2006 г. В 2005 г. объем реализации составлял 40 млн долл. В будущем году прогнозируется рост спроса и планируется увеличение объема реализации (выручки) на 3 млн долл. Маржа прибыли остается неизменной, так как не меняется структура издержек, а рост цен на сырье и материалы, заработную плату предполагается на уровне изменения цен на выпускаемую продукцию. Рентабельность *PM* закладывается в расчет финансистами компании на уровне 6,5%. Ранее компания придерживалась постоянного дивидендного выхода на уровне 50%. Допустим, имеется возможность увеличить выпуск продукции без привлечения дополнительных внеоборотных активов (так как мощности загружены не полностью). Предполагается, что все текущие активы и кредиторская задолженность прямо пропорционально меняются с изменением выручки. Первоначальная стоимость оборудования — 15 млн долл. Износ за прошлые годы составил 5 млн долл., поэтому в отчетном балансе отражается остаточная стоимость 10 млн долл. (строка внеоборотные активы). С изменением объема реализации изменяются и следующие статьи: прямые издержки производства — 66% объема реализации; прочие операционные издержки — 20%.

В табл. 5.12 представлен баланс компании XYZ (в скобках показаны расчетные значения статьи в процентах от объема реализации (40 млн долл.).

Таблица 5.12

Баланс компании XYZ на 31 декабря 2005 г., млн долл.

| Активы | Пассивы |
|------------------------------|-----------------------------------|
| Внеоборотные активы — 10 (—) | Уставный и добавочный капитал — 5 |
| Текущие активы — 4 (10%) | Нераспределенная прибыль — 1,5 |

| | | | |
|---|----------|---|------------|
| В том числе: | | Заемный капитал — 6 (10%) | |
| запасы — 1 (2,5%) | | Краткосрочные обязательства — 1,5 | |
| дебиторская задолженность — 2,25 (5,6%) | | В том числе кредиторская задолженность — 1,35 (3,37%) | |
| денежные средства — 0,75 (1,9%) | | | |
| Всего активов | 14 (10%) | Всего пассивов | 14 (3,37%) |

Заметим, что доля текущих активов, которые растут пропорционально выручки, составляет 10%. Доля статей пассива баланса, которые растут пропорционально росту объема продаж, — 3,37%; $\Delta Sales$ — 3 млн долл.; дивидендный выход — 0,5. Эффективная ставка налога на прибыль — 35% (как отношение уплачиваемого налога на прибыль к операционной прибыли по стандартам финансового учета)

Не изменяются с объемом реализации статьи:

- ✓ амортизация (1,12 млн долл.);
- ✓ выплата процентов по заемному капиталу (10% от 6 млн долл., т.е. 0,6 млн долл.).

$$AFN = -0,065 \cdot 43 \cdot 0,5 + 4 / 40 \cdot 3 - 1,35 / 40 \cdot 3 = -1,199.$$

Наши расчеты дали отрицательное значение AFN , что свидетельствует, что при введенных предпосылках компания не нуждается в привлечении дополнительных источников финансирования.

Предварительный отчет о прибылях и убытках (о финансовых результатах), сделанный по методу доли от объема реализации, представлен в табл. 5.13.

Таблица 5.13

**Отчет о финансовых результатах компании XYZ на конец года (31 декабря 2006 г.),
млн долл. (предварительный)**

| | |
|--------------------------------------|-------------------------------------|
| Реализационный доход | 43 |
| Издержки: | 28,38 (0,66 · 43) 8,6 (0,2 · 43) |
| Амортизация | 1,12 |
| Операционная прибыль (<i>EBIT</i>) | 4,9 |
| Выплаты по заемному капиталу | 0,6 |
| Налогооблагаемая прибыль | 4,3 |
| Налог на прибыль | 1,5 (0,35 · 4,3) |
| Чистая прибыль | 2,8 (43 · 0,065) |
| Дивиденды | 1,4 |
| Нераспределенная прибыль за период | 1,4 |

В табл. 5.14 представлен прогнозный баланс компании XYZ.

Таблица 5.14

Баланс компании XYZ на 31 декабря 2006 г.

| Активы | Пассивы |
|--|------------------|
| Внеоборотные активы (за год износ увеличился на величину амортизации 1,12 и составил 6,12 млн долл.) | 8,88 (15 – 6,12) |
| Текущие активы (10% прогнозируемого объема реализации) | 4,3 |
| Дополнительные денежные средства (Амортизация + Избыток денежных средств) | 1,199 |

Исходя из представленных расчетов, компания может более лояльно выстроить кредитную политику, предоставив покупателям отсрочку платежа, либо же имеет возможность пересмотреть условия получаемых товарных кредитов. Возможно, политика работы на предоплате или через сокращение периода отсрочки платежа позволит получить товарные скидки или же улучшить отношения с поставщиками.

Если бы компания меняла дивидендную политику, то возможна была бы ситуация несбалансированности изменения статей активов и пассивов и

возникла бы потребность в дополнительном финансировании. Например, при дивидендном выходе 80%, потребность в дополнительном финансировании составляет 0,36 млн долл. Это не означало бы, что обязательно компания вынуждена была бы обращаться за заемными средствами. Рекомендуемый вариант анализа — оптимизация политики управления дебиторской задолженностью и запасами. Под термином «оптимизация» здесь понимается нахождение баланса между увеличением риска из-за более агрессивной финансовой политики, что выражается в сокращении нормативов работы с запасами и дебиторами (увеличении коэффициентов оборачиваемости), и выгодами необращения к заемному капиталу и неувеличения долгового бремени.

Выбор политики финансирования оборотных средств. Агрессивная финансовая политика подразумевает минимизацию инвестирования средств в статьи оборотных активов (дебиторскую задолженность и запасы). Эта политика базируется на том, что инвестиции в увеличение запасов очень редко порождают возможность увеличения выручки и прибыли для получения требуемого уровня отдачи на вложенный капитал. Часто используется термин «замораживание денежных средств». Крайнее выражение агрессивной политики в управлении запасами — работа на принципе «точно в срок» (just in time). Учетная эффективность такого управления запасами максимальна, но велики риски, часто диктуемые особенностями контрактных отношений в стране и общей бизнес-культурой. Выгода в сохранении высокого уровня запасов состоит в минимизации риска прерывания производственного цикла из-за несвоевременной поставки, сохранении отношений с контрагентами.

Алгоритм совершенствования управления запасами для сокращения потребности в дополнительном финансировании строится на следующих мероприятиях:

- 1) нормирование запасов через обоснование нормы запасов в днях;

- 2) минимизация времени выполнения заказов по приобретению и распределению сырья, материалов, готовой продукции;
- 3) использование скидок за приобретение партий, оптимизация партий заказа (баланс выгод между издержками хранения и затратами на организацию поставок);
- 4) оптимизация складских расходов;
- 5) установление контроля за величиной запасов (по трем статьям — сырье и материалы, незавершенное производство, готовая продукция).

Традиционно контроль над величиной запасов строится по методу *ABC* (по трем статьям запасов в отдельности). В структуре затрат по статьям выделяются три группы по степени значимости и влиянию на потребность в денежных средствах: *A*, *B*, *C*. Группа *A* объединяет те наименования (например, по статье «сырье, материалы и комплектующие»), на которые приходится 80% веса в структуре общей величины запасов анализируемой статьи. Как правило, это небольшая часть наименований (не более 20%). К группе *B* относят наименования запасов средней важности, эта группа в структуре запасов составляет 15%. К группе *C* относят менее значимые наименования, которые в денежном выражении в структуре запасов формируют не более 5%. В группу *A* могут попасть наименования запасов, доля которых резко растет по годам или ожидается значительный рост. Наиболее жестко контроль проводится по группе *A*. Наименования этой группы нормируются, выполняется расчет целесообразности вывода вопросов поставок и хранения этой группы на аутсорсинг, постоянно проводится сопоставление «план-факт» по величине замораживаемых денежных средств для наименований этой группы.

Например, имея по структуре материалов компании «Хлад» информацию, представленную в табл. 5.14, можно сделать вывод о том виде материалов, которому с точки зрения контроля должно уделяться наибольшее внимание.

Структура издержек

| Вид материала | Цена за 1 т, тыс. руб. | Количество на единицу изделия, т | Расчет для анализа веса в структуре общей величины затрат по статье «материалы» |
|---------------|---------------------------|-------------------------------------|--|
| 1 | 200 | 0,5 | 100 |
| 2 | 400 | 0,2 | 80 |
| 3 | 1300 | 1 | 1300 |
| 4 | 1580 | 0,4 | 632 |

Примечание: Материал № 3 имеет наибольший вес в структуре затрат и в запасах материалов. Именно этому материалу должно быть уделено наибольшее внимание.

Управление дебиторской задолженностью (кредитная политика) предполагает:

- ✓ определение наименований продукции, продаваемой в кредит, критического объема продаж с отсрочкой платежа, установление гибких цен на продукцию, увязанных со сроками платежа (обычно для обозначения максимального срока отсрочки, который предоставляет компания, используется выражение «нетто дни», например «нетто 30» означает, что в течение 30 дней клиент должен расплатиться);

- ✓ разработку процедур оценки надежности клиентов и установление критериев предоставления объема и срока отсрочки по контрагентам компании;

- ✓ разработку мероприятий по взысканию долгов, а также продаже долгов (обращение к факторинговым организациям);

- ✓ установление системы скидок за быстрый платеж (часто используется обозначение «3/10, нетто 30». Это означает, что за оплату в течение первых 10 дней клиент получает 2% скидку с цены, а общий период отсрочки составляет 30 дней. Величина скидки часто колеблется в пределах 1—3% и растет с ростом денег на рынке);

✓ работу с разнообразными инструментами оформления дебиторской задолженности (например, учет векселей в банке, получение «вексельного кредита» при залоге векселей).

Часто уровень риска контрагента для установления предельных объемов предоставления отсрочки платежа строится по данным стандартной финансовой отчетности за последние годы, а также по анализу своевременности расчетов. Для расчета интегральных оценок риска неплатежа могут использоваться алгоритмы кредитного рейтинга или модели кластерного анализа (например, пяти- и семифакторные, предложенные Э.Альтманом).

Термины и аббревиатуры главы 5

| Термин, аббревиатура | Расшифровка |
|-----------------------|---|
| <i>Value</i> | Стоимость компании (ее ценность для инвесторов) |
| <i>Debt</i> | Заемный капитал компании |
| Debt finance | Заемное финансирование |
| Financial constraints | Финансовые ограничения |
| Overdraft | Вид банковского кредитования, допускающий списание средств в пределах оговоренного лимита сверх имеющегося остатка денежных средств на счете заемщика |
| Bond | Облигация, долговая ценная бумага |
| Convertible bonds | Конвертируемые облигации |
| Derivatives | Деривативы, деривативные (производные) финансовые инструменты. Традиционно разделяются на простую покупку прав на срок (прямые срочные сделки), подвидом которой являются внебиржевой «форвард» и биржевой «фьючерс», а также на свопы и на опционы (специфические срочные сделки). |

| | |
|------------------------------------|--|
| | Используются как инструменты снижения рисков инвесторов |
| Lease | Аренда активов (различают операционную, финансовую). Аренда при определенных условиях трактуется как лизинг и создает для компании дополнительные финансовые выгоды |
| <i>LIBOR overnight</i> | Ставка предложения на лондонском межбанковском рынке депозитов, ставка межбанковского кредитования (на один день). Важнейший ориентир на международном рынке капитала. Британская банковская ассоциация публикует ставки разного срока в разных валютах. В ситуации банковского кризиса осенью 2007 г. ставка в долларах доходила до 6%. |
| <i>BVD</i> — (book value of debt) | Балансовая оценка обязательств компании (заемного капитала) |
| <i>MVD</i> —(market value of debt) | Рыночная оценка заемного капитала компании. Определяется по котировкам облигаций или расчетно (по прогнозируемым платежам кредитору и требуемой ставке отдачи по заемному капиталу) |
| Capital structure | Структура капитала — соотношение собственных и заемных средств, используемых компанией на постоянной основе. Обоснование структуры капитала — значимый элемент в разработке финансовой стратегии компании |
| Break-even debt payment | Предельное значение годовых выплат по заемному капиталу в денежном выражении, критическое значение долговых платежей |
| Optimal debt level | Оптимальный уровень заимствований (в |

| | |
|---|---|
| | денежной оценке величина займов) |
| Financial distress | Финансовые затруднения (невозможность вовремя расплатиться по обязательствам), потеря платежеспособности из-за выплат по займам |
| <i>COFD</i> — Costs of financial distress | Издержки финансовых затруднений (прямые и косвенные), связанные с невозможностью вовремя расплатиться по заемному капиталу (имеется в виду платный (процентный) долг) |
| <i>COED</i> — Costs of economic distress | Издержки экономических затруднений (невозможность расплатиться по обязательствам, связанным с оплатой труда, поставками клиентов и т.п.) |
| Trade-off theory, trade-off model | Компромиссная модель обоснования работы на заемном капитале (сопоставляет выгоды налогового щита и риски потери платежеспособности) |
| <i>FL</i> : $CE / E, D / E, D / CE, D / V$ — Financial leverage (level of gearing — в изданиях Великобритании) | Финансовый рычаг, долговая нагрузка, леввередж |
| <i>CE</i> — Capital employed | Задействованный капитал в компании (сумма собственного и заемного капитала) |
| <i>DR</i> — Debt ratio | Доля заемного капитала в общем капитале компании. Один из показателей финансового рычага и долговой нагрузки |
| <i>Int</i> - Interest expense | Процентные платежи за период времени |
| <i>TIE</i> — Times interest earned = $EBIT / [Interest\ expense\ (1 - t)]$ | Коэффициент покрытия процентов прибылью |
| <i>ICR</i> — Interest coverage ratio = $EBIT / Interest\ expense$ | Коэффициент покрытия процентов |
| <i>FC</i> — Funds coverage = Cash flow operating / Interest expense | Коэффициент покрытия процентов операционным потоком |
| <i>InsH</i> — Insider holdings | Доля акций компании (собственности) у |

| | |
|--|--|
| | менеджеров (инсайдеров) |
| <i>FNSL</i> — Financial slack = Current ratio / Debt ratio | Отношение показателей текущей ликвидности и финансового рычага |
| <i>TA</i> — Total assets | Общая величина активов (по балансовой оценке) |
| <i>FA</i> — Fixed assets | Величина постоянных активов (основных средств как части внеоборотных активов) компании (здания, сооружения, оборудование, транспортные средства) |
| <i>ROCE</i> — Return on capital employed | Операционная доходность на вложенный капитал (отдача по вложенному капиталу) |
| <i>NOA</i> — Net operating assets | Чистые операционные активы = Активы – Избыточные денежные средства – Беспроцентные обязательства компании |
| <i>ROI</i> — Return on investment | Отдача (доходность) на вложенный капитал (инвестиции) |
| <i>RE</i> — Retained earnings | Нераспределенная прибыль |
| <i>APR</i> — Accounts payable ratio | Доля кредиторской задолженности в выручке; коэффициент, обратный оборачиваемости кредиторской задолженности |
| <i>AFN</i> — Additional funds needed | Величина потребности в дополнительном финансировании за период |
| <i>PV(TS)</i> — Present value of tax shield | Приведенные к текущему моменту времени выгоды налогового щита (налоговой экономии, возникающей из-за работы на заемном капитале) |
| <i>APV</i> — Adjusted present value | Скорректированная приведенная стоимость Стюарта Майерса |
| <i>LBO</i> — Leverage buyout | Выкуп контроля над компанией (менеджментом) за счет заемных средств |
| <i>PP</i> — Private placement | Частное размещение собственного капитала (среди ограниченного круга инвесторов) |
| <i>IPO</i> — Initial public offer | Первичный выход компании на открытое |

| | |
|-------------------------------------|---|
| | (публичное) привлечение внешнего собственного капитала |
| <i>SPO</i> — Secondary public offer | Вторичный выход на публичный рынок (биржу) с акциями компании |
| Payout policy | Распределительная политика компании (имеется в виду распределение заработанных компанией денежных средств) |
| Retained Earning | Нераспределенная прибыль |
| Retained ratio | Коэффициент реинвестирования, т.е. доля прибыли, направляемая на увеличение активов, а не на потребление |
| Incorporation | Акционирование |
| Direct equity, private equity | Прямое инвестирование в собственный капитал в форме закрытых вложений (не через биржу) |
| Common law | Прецедентная система права (в странах англо-саксонской языковой группы — США, Великобритания, Канада). Накладывает существенное влияние на функционирование финансовой системы и выбор финансовых решений в компаниях |
| Civil law | Континентальное право, кодифицированная система права |
| Due diligence | Должная осмотрительность. Предварительная комплексная проверка компании профессиональными потенциальными инвесторами. Предполагает доступ инвестора к юридической, управленческой, бухгалтерской и технической документации |
| Underwriter | Андеррайтер, посредник при размещении ценных бумаг — инвестиционный банк, который предлагает или продает ценные бумаги инвесторам в процессе их |

| | |
|---|---|
| | публичного размещения от имени компании на условиях гарантии размещения ценных бумаг (наиболее частый случай) или продажи по наивысшей достижимой цене |
| Road show | Презентации, проводимые главным руководством компании при публичном размещении ценных бумаг для потенциальных покупателей (обычно институциональных инвесторов) |
| Information memorandum, offering memorandum | Инвестиционный меморандум, предоставляемый компанией потенциальным инвесторам. Включает в себя описание компании, ее бизнес-модели, сильных и слабых сторон, стратегии развития, маркетинга, логистики, анализ рынка, основных контрагентов |
| Venture capital | Венчурный капитал как форма прямого финансирования компании (вложений в собственный капитал) |
| Cash dividend | Денежные дивиденды |
| Stock dividend (британский аналог — scrip dividend) | Выплата дивидендов в форме акций |
| Share repurchase | Выкуп акций компанией |
| Dividend rate | Дивидендный выход = $1 - \text{Доля реинвестирования}$ = Дивидендные выплаты / Чистая прибыль |
| Dividend per share | Дивиденд на акцию |
| Dividend yield | Дивидендная доходность (как отношение дивиденда за некий временной период (например, год) к цене акции на начало периода). Как вариант обозначения — «норма дивидендного дохода» |
| <i>AFN</i> — Additional funds needed | Потребность в дополнительном финансировании |

| | |
|---|---|
| Asset securitisation (американская версия написания — securitization (с «z»)) | Модель финансирования компаний, основанная на эмиссии ценных бумаг |
| Days cash on hand ratio | Коэффициент обеспеченности деньгами как ключевой показатель диагностирования платежеспособности |
| Days liquidity on hand ratio | Коэффициент обеспеченности ликвидными активами |
| Liquidity management | Управление платежеспособностью, обеспечение возможности расплачиваться по текущим обязательствам в срок и в оговоренных объемах |