Пятницкий Дмитрий Витольдович. МЕТОДОЛОГИЯ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ КОМПАНИИ : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Пятницкий Дмитрий Витольдович; [Место защиты: ГОУВПО "Ивановский государственный химико-технологический университет"].- Иваново, 2009.- 479 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

РАЗДЕЛ 1. Моделирование стоимости акций компании 16

Глава 1. Исходный теоретический базис исследования 16

1.1. Финансовая стратегия и политика: понятия и предположения 16

1.2. Состояние вопроса оценки влияния политики финансирования на стоимость капитала 42

Выводы по главе 1 65

Глава 2. Проблемы моделирования политики финансирования компании 67

2.1. Обоснование необходимости дисконтирования рисковых обещанных про центных выплат по безрисковой ставке 69

2.2. Модели автономной и рыночно-ориентированной политики финансирования компании 83

2.3. Цена, период рефинансирования долга, долговая налоговая защита и стоимость акций компаний 129

2.4. Исследование природы и характера действия финансового и операционного рычагов 136

Выводы по главе 2 150

РАЗДЕЛ 2. Оценка стоимости капитала 153

Глава 3. Политика финансирования, доходность акций компании и системный

риск 153

3.1. Финансовый рычаг, период рефинансирования долга и доходность акций 155

3.2. Оценка доходности активов компании 174

3.3. Модели оценки доходности акций на развивающихся рынках 177

3.4. Алгоритм оценки риска активов компании 194

3.5. Факторы, определяющие системный риск инвестиций в акции 200

3.6. Дополнительное обоснование дисконтирования обещанных процентных выплат по безрисковой ставке 210

3.7. Методы оценки р-коэффициента активов компании 212

Выводы по главе 3 221

Глава 4. Политика финансирования компании и стоимость капитала 225

4.1. Оценка стоимости капитала финансово-независимых фирм 225

4.2. Политика финансирования и стоимость капитала финансово-зависимых компаний 233

4.3. Соотношение между прагматическим и теоретическим подходами к расчету стоимости капитала 260

4.4. Оценка средневзвешенной стоимости капитала 268

4.5. Оценка стоимости капитала в условиях асимметричности информации 272

4.6. Оценка предельно допустимой цены долга для различных вариантов политики финансирования компании 279

4.7. Источники и стоимость финансирования инвестиций в экономике России 283

Выводы по главе 4 288

РАЗДЕЛ 3. Методология использования оценок стоимости капитала 292

Глава 5. Отражение политики финансирования компании в оценке чистого дисконтированного дохода 292

5.1. Критерий максимизации чистого дисконтированного дохода 292

5.2. Сравнительный анализ на основе модели САРМ метода безрисковых эквивалентов и скорректированной ставки дисконтирования 311

5.3. Расчет точки безубыточности и минимально рентабельного объема

производства в связи с оценкой эффективности инвестиционных проектов 318

Выводы по главе 5 324

Глава 6. Оптимизация плана финансирования капиталовложений компании: ситуационный анализ 327

6.1. Оптимизация плана финансирования капиталовложений без учета амортизационных отчислений и дивидендной политики 328

6.2. Учет возможности финансирования инвестиций за счет амортизационных отчислений и привилегированных акций 336

6.3. Влияние дивидендной политики на объем капиталовложений 345

6.4. Использование оценок (3-коэффициентов в экономическом анализе инвестиционно-финансовых решений 348

Выводы по главе 6 357

Глава 7. Проблемы оптимизации структуры капитала 359

7.1. Нормативный (стэйкхолдеровский) и позитивный подходы к оптимизации структуры капитала 359

7.2. Оценка влияния налогов и недолговых форм налоговой защиты на инвестиционные и финансовые решения 392

Выводы по главе 7 401

Глава 8. Оценка фундаментальной стоимости акций российских компаний по материалам инвестиционных обзоров 404

8.1. Оценка качества инвестиционных обзоров российских компаний 404

8.2. Моделирование комбинированной политики финансирования 410

8.3. Анализ возможности использования предлагаемых подходов к анализу деятельности российских компаний 425

8.4. Использование предлагаемых подходов в оценке фундаментальной стоимости акций российских компаний 430

Выводы по главе 8 447

Заключение 448

Библиографический список 454

Приложение 476

**Введение к работе**

В настоящее время существует ряд проблем теории структуры капитала общего характера, нерешенность которых препятствует правильной оценке стоимости капитала и применению ее результатов для принятия финансово-инвестиционных решений. Таких ключевых проблем три. Первая заключается в количественном измерении влияния прямых и косвенных потерь, связанных с финансовыми затруднениями, на требуемую доходность акций. Вторая - в отражении той или иной политики финансирования, уровня обещанной процентной ставки, периода рефинансирования долга в оценке стоимости капитала. Третья - в определении влияния роста доходов фирмы на системный риск, доходность акций и стоимость капитала. В настоящее время отсутствуют простые в плане практического применения теоретические концепции, которые позволили бы построить модели, отражающие влияние риска финансовых затруднений, роста доходов и различных аспектов политики финансирования компании, на стоимость собственного капитала. Отсутствие концепций и моделей негативно отражается на качестве принимаемых управленческих решений, касающихся финансирования инвестиций, выбора оптимальной структуры капитала, оценки фундаментальной стоимости акций компаний.

Вторым фактором, определяющим актуальность исследования, является продолжающийся процесс адаптации компаний России к работе в условиях рыночных отношений. С момента начала реформ произошли и продолжают происходить кардинальные изменения в характере собственности на средства производства. Господство акционерной формы собственности и необходимость привлечения иностранных инвестиций требуют принятия решений в целях максимизации стоимости компании, а она максимальна тогда, когда стоимость капитала минимальна. Усилилась зависимость экономики России от мирового хозяйства, растет уровень глобализации мировой экономики. Эти изменения влияют на стоимость капитала и вызывают необходимость применения инструментов и методов теории финансов, адаптированных к российским условиям, для управления инвестиционно-финансовой деятельностью предприятий и во внешнем финансовом анализе (в первую очередь при оценке фундаментальной стоимости их акций). Это применение сдерживается недостаточным учетом особенностей развивающегося фондового рынка России и нерешенностью указанных выше общих проблем. Существующие Методы принятия инвестиционно-финансовых решений не в полной мере учитывают интересы собственников компаний и связанных с ним лиц. В процессе прогнозирования результатов деятельности российских компаний применяются модели, не позволяющие правильно прогнозировать динамику их финансового рычага, оценивать возможную высоту обещанной процентной ставки. На макроэкономическом уровне отмеченные факторы снижают инвестиционную активность и ухудшают инвестиционный климат. Нерешенность вышеперечисленных проблем определила тему диссертационного исследования.

Современные российские экономисты (И.А.Бланк, В.В.Бочаров О.Б.Веретенникова, П.Л.Виленский, А.В.Воронцовский, Е.Е.Иродова А.Г.Кайгородов, А.Е.Кальсин, В.В.Ковалев, В.Н.Коссов, С.Б.Круглов И.Г.Кукукина, В.Е.Леонтьев, М.А.Лимитовский, В.В.Литовченко, Н.Н.Масюк В.Р.Окороков, Е.Г.Патрушева, В.И.Разгон, Н.Б.Рудык, Г.В.Савицкая, В.А.Слепов С.А.Смоляк, Ю.А.Соколов, Е.С.Стоянова, В.И.Терехин, В.Н.Щуков) творчески переосмыслили результаты исследований советской экономической школы в области управления инвестиционно-финансовой деятельностью (Т.С.Хачатуров А.Л.Лурье, В.В.Новожилов и др.). Это позволило учесть рыночные условия, факторы неопределенности переходного периода российской экономики.

Зарубежные ученые Брейли Р., Ю.Бригхем, Я.Гапенски, А.Дамодаран, П.Р.Дейвз, Д.Р.Эззелл, С.Н.Каплан, Л.Крушвиц, У.Г.Левеллен, А.Лёффлер, С. Майерс, Д.А.Майлз, М.Миллер, Ф.Модильяни, Д.Д.Прингл, Р.С.Рубак, Р.Таггарт, Д.Тхам, Ф.М. Уилкис, П.Фернандес, К.Феррис, Р.С.Хамада, Р.С.Харрис Р. У.Шарп, М.К.Эрхардт и др. исследовали различные аспекты формирования и оценки стоимости капитала, дали теоретическое и практическое экономическое обоснование инвестиционно-финансовых решений.

Проблеме оптимизации структуры капитала посвящены свыше ста опубликованных только на английском языке в период с конца 50-х годов работ таких авторов как М.Д.Бреннан, И.Д.Бус, Д.Ф.Вестон, Р.М.Дамон, Л.У. Зенбет, Р.У.Мазулис, Д.Е.Стиглиц, Ф.Д.Фабоцци, Е.О.Фишер, Р.Хайнкель, Г.Хайт, Й.Цехнер, Е.С.Шварц, Ф.С.Шерр, Д.Д.Шой, У.Яасри. В этих работах были рассмотрены различные факторы, определяющие оптимальную структуру капитала, однако вопросам влияния на нее политики финансирования и потерь, связанных с финансовыми затруднениями, не было уделено должного внимания.

Вопросам финансирования инвестиций посвящены работы В.С.Барда, А.В.Воронцовского, Н.В.Игошина, В.Ю.Катасонова, М.А.Лимитовского, Д.С.Морозова, Я.С.Мелкумова, А.В.Новикова, В.П.Попкова, М.Слипенчука, В.П.Семенова. Процедурные вопросы принятия инвестиционно-финансовых ре шений на уровне конкретных компаний затронуты в работах А.Арзямова, Н.П.Балдиной, А.Берлина, Д.Э.Галкина, Д.Э.Кантора, В.Кондратьева, Н.А.Кравченко, Ю.Куренкова, О.Лукашиной, Г.А.Маховиковой, Е.А.Соломенникова, Г.А.Царициной. Вопросы оценки финансовой эффективности инвестиционных проектов исследованы в работах И. А. Васильева, П.Л.Виленского, В.Н. Глазунова, Д.В.Ендовицкого, Д.А.Кэхилла, В.Н. Лившица, Д.Малина, Г.С. Рейда, Д.А. Смита, С.А.Смоляка.

Анализ этих работ позволил заключить, что разработка новых теоретически обоснованных критериев принятия решений по финансированию инвестиционных проектов базируется на моделях ценообразования рисковых активов. Появление новой модели требует установления соответствия между ней и критерием принятия инвестиционных решений. Это объясняется тем, что благополучие акционеров связано с портфелями ценных бумаг, которыми они владеют. Российскую специфику оценки фондовых активов изучили Н.Андреева, И.А.Астраханцева, И.Герцог, В.Демшин, Е.В.Кузнецова, И.Г.Кукукина, М.И.Лисица, С.В.Моисеев, А.В.Новиков, А.Радыгин, Д.В.Терехин, В.О.Федорович, С.Н.Цыганков, Е.М.Четыркин, Р.Энтов. Однако политика финансирования компании отражается в оценке бизнеса и инвестиционных проектов явно недостаточно.

Неоклассическая теория финансовых решений подразделяется на два раздела: теория стоимости фирмы и теория фондового рынка. В свою очередь теория стоимости фирмы включает теорию структуры капитала и формирования портфеля, а также теорию принятия инвестиционно-финансовых решений и их финансирования (проблемы оценки стоимости капитала относятся к этому разделу). Теория фондового рынка содержит теорию финансовых инструментов и теорию функционирования фондового рынка. Можно выделить два пути развития этих областей науки в России. С одной стороны, необходимы исследования возможности применения и адаптации уже полученных в рамках теории финансов результатов с учетом специфики транзитной экономики России. С другой стороны, необходимо заниматься исследованием проблем теории финансовых решений в границах так сказать чистой науки, не имея в виду специфику именно российских условий. Мы полагаем, что второму направлению необходимо отдать приоритет. Это связано с тем, что не решено еще много вопросов общего характера, что препятствует эффективному применению разработанных в финансовой науке методов даже для предприятий в странах со сложившейся рыночной экономикой.

Цель диссертационного исследования - разработка методологии оптимизации структуры капитала и источников финансирования инвестиций компании на базе новых подходов к ценообразованию фондовых активов.

Для достижения указанной цели был поставлен и решен комплекс взаимосвязанных теоретических, методологических и методических задач, основными из которых явились:

• систематизировать главные допущения, постулаты, лежащие в основе моделей оценки стоимости капитала компании;

• обосновать необходимость дисконтирования рисковых обещанных процентных выплат по безрисковой ставке; • исследовать природу и характер действия финансового и операционного рычагов;

• провести сравнительный анализ прагматического и теоретического подходов к определению стоимости капитала с целью выявления приемлемости и границ применения для принятия инвестиционно-финансовых решений;

• разработать методологический подход к оценке влияния факторов политики финансирования компании на стоимость капитала;

• сформулировать методологию использования оценок стоимости капитала;

• разработать авторский методологический подход к оценке чистого дисконтированного дохода с целью отражения в нем политики финансирования компании;

• разработать концепцию и модели оптимизации структуры капитала в рамках компромиссного подхода;

• разработать концепцию принятия решений по финансированию инвестиций компании.

Объект исследования — нефинансовые компании (открытые акционерные общества), являющиеся субъектами инвестиционно-финансового рынка. Предмет исследования — управление финансовой деятельностью нефинансовой компании.

Теоретической основой работы являются научные исследования отечественных и зарубежных ученых в области теории финансов. Методологический инструментарий исследования базируется на материалистических и диалектических подходах и системной методологии. В первую очередь использовались те фундаментальные диалектические принципы, в соответствии с которыми все познается в развитии, причинно-следственной соподчиненности изучаемых явлений. В качестве общенаучных методов применялись сравнение, анализ и синтез, моделирование, формализация, абстрагирование. Методом сравнения определялись общие и особенные характеристики финансовых стратегий, путем моделирования, формализации, абстрагирования был выявлен характер зависимости доходности акций от уровня финансового рычага в предположении, что обещанная ставка процента по долгу рисковая. В работе использовались неформальные (сравнение, экспертные оценки, методы ситуационного анализа и прогнозирования) и формальные (классические методы анализа, математико-статистические методы изучения связей, методы финансовых вычислений, методы теории принятия решений) конкретно-научные методы, а также принципы: системность, научность, конкретность, комплексность, объективность.

Информационную базу исследования составили законодательные и нормативные акты, регламентирующие финансовую и инвестиционную деятельность компаний, результаты исследований ведущих научных школ, финансовая отчетность компаний и инвестиционные обзоры крупнейших компаний, размещенные на Интернет-сайтах.

В рамках п. 3.7 «Источники финансирования компаний и проблемы оптимизации структуры капитала» Паспорта ВАК специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит: финансы предприятий и организаций» разработана концепция оптимизации структуры капитала, научная новизна которой состоит в следующем:

1. Методологические положения:

1.1. В рамках позитивного анализа предложен методологический подход к отражению потерь, связанных с финансовыми затруднениями, в стоимости акций компании, в основе которого лежит обоснованное в работе допущение, что для облигаций инвестиционного рейтинга обещанная процентная ставка по долгу линейно зависит от отношения ожидаемой стоимости потерь, связанных с банкротством, к величине долга.

1.2. Обновлено и уточнено понятие «операционно-финансовый рычаг», под которым предложено понимать отношение капитализированной по безрисковой ставке величины постоянных расходов и процентных выплат к рыночной стоимости акций компании, разработана концепция рыночно-ориентированной политики финансирования, направленной на поддержание этого показателя на целевом уровне. 1.3. Аргументировано доказана целесообразность применения теоретического или прагматического подходов к оценке стоимости капитала для автономного, рыноч-но-ориентированного, комбинированного вариантов политики финансирования компании. Введены в научный оборот такие понятия как экономическая и финансовая стоимости капитала.

2. Теоретические положения:

2.1. Доказано, что в рамках концепции отражения потерь, связанных с финансовыми затруднениями, путем дисконтирования обещанных процентных выплат по безрисковой ставке ставка подоходного налога (ставка налога на процентные доходы физических лиц) не влияет на стоимость капитала, доходность акций, системный риск и фундаментальную стоимость акций.

2.2. Разработана концепция теории рефинансирования долга, согласно которой процесс рефинансирования долга может быть эластичным и неэластичным, а в ходе оценки акций делаются вероятностные оценки относительно его эластичности. В рамках этой концепции впервые предложено и обосновано впредь рассматривать периоды рефинансирования долга и фиксации финансового рычага в качестве важнейших факторов, определяющих риск, доходность акций, стоимость капитала компании в условиях поддержания её финансового рычага на целевом уровне. Показано, что оценка акций в предположении эластичного рефинансирования и существенности потерь, связанных с финансовыми затруднениями, наиболее адекватно описывает существующие рыночные условия.

2.3. Изучено значение роста доходов компании как фактора, определяющего системный риск и доходность акций. Найдены условия, при которых рост доходов снижает системный риск акции данной компании. Выявлено влияние отсутствия неопределенности, связанной с привлечением заемного капитала для финансирования роста компании, на стоимость, доходность акций и стоимость капитала.

2.4. Доказано, что традиционно применяемые показатели силы воздействия операционного и финансового рычагов, не могут быть использованы для установления связи между (3-коэффициентами акций, активов и бизнеса. Эта связь может быть найдена с использованием показателей Lf (отношение величины долга к рыночной стоимости акций) и L 0R(U) (отношение капитализированной по безрисковой ставке процента величины постоянных расходов к стоимости активов финансово-независимой компании). Одновременно с этим доказано, что рост доходов компании не влияет на зависимость [3-коэффициентов бизнеса и активов. Доходность акций финансово-независимой компании всегда (при любой конфигурации денежного потока) является функцией операционного рычага, измеренного как отношение посленалоговои текущей стоимости постоянных расходов к стоимости акций этой компании.

3. Инструментальные средства: 3.1. Предложены алгоритмы оптимизации структуры капитала и периода рефинансирования долга на основе косвенной оценки потерь, связанных с финансовыми затруднениями, что позволило повысить обоснованность соответствующих финансовых решений, направленных на минимизацию стоимости капитала. Показана возможность использования предлагаемых моделей для оценки чистого дисконтированного дохода операции по досрочному погашению облигации с заменой их на новые.

В рамках п. 1.4 «Финансы инвестиционного процесса, финансовый инструментарий инвестирования» Паспорта ВАК специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит» разработана концепция оптимизации структуры источников финансирования инвестиций компании, научная новизна которой состоит в следующем:

1. Методологические положения: 1.1. Впервые предложено использование нормативного (этического) подхода к дисконтированию денежных потоков для внутреннего финансового анализа инвестиционно-финансовых решений, который обосновывает необходимость дисконтирования обещанных процентных выплат по безрисковой ставке с целью более полного соблюдения интересов не только акционеров, но и других инвесторов. 1.2. Наполнены новым содержанием такие понятия и показатели как «минимально-рентабельный объем реализации», «минимально-рентабельная цена», «максимально-рентабельный уровень постоянных и переменных расходов», которые отражают политику финансирования компании и пополняют инструментарий анализа инвестиционно-финансовых решений, минимизирующих стоимость привлечения капитала.

1.3. Впервые введено в научный оборот понятие «операционный рычаг инвестиционного проекта», под которым понимается интенсивность влияния проекта на капитализированные постоянные расходы. Соответствующий показатель предложено измерять как отношение изменения капитализированных постоянных расходов в результате внедрения проекта к годовой сумме инвестиций.

2. Теоретические положения:

2.1. Доказано, что при расчете предельной доходности инвестиционных проектов целесообразно опираться на фактическое соотношение заемного и собственного капитала, а не на целевой долгосрочный уровень левериджа.

2.2. Выявлена природа и характер влияния изменения постоянных расходов в результате внедрения инвестиционных проектов на их минимально достаточный уровень доходности в условиях разных вариантов политики финансирования. Обосновано, что экономически целесообразно внедрять проекты, имеющие относительно низкую доходность, в случаях, когда они так изменяют соотношение между валовой маржой и постоянными расходами, что стоимость компании при их внедрении, тем не менее, возрастает.

3. Инструментальные средства:

3.1. Разработана методика оптимизации бюджета капиталовложений и выбора варианта их финансирования, которая базируются на новой формализации зависимости стоимости капитала от параметров, определяемых в ходе политики финансирования, и в отличие от традиционного подхода обеспечивает более дифференцированную информацию, необходимую для принятия инвестиционных решений. 3.2. Уточнена методика APV расчета чистого дисконтированного дохода в части дисконтирования обещанных процентных выплат по безрисковой ставке с целью отражения в ней не учитываемых ранее параметров политики финансирования компании и даны рекомендации по ее использованию как для внутреннего экономического анализа инвестиционно-финансовых решений, так и для внешнего финансового анализа деятельности эмитента, проводимого с целью оценки фундаментальной стоимости акций и выработки инвестиционных рекомендаций.

Практическая значимость результатов исследования заключается в разработке методов и методик оценки и анализа инвестиционно-финансовых решений, предназначенных для практического использования. Они могут использоваться как для внутреннего, так и для внешнего финансового анализа. В рамках внутреннего финансового анализа могут быть использованы новые методики, связанные с анализом и оценкой вариантов финансирования инвестиционных проектов, принятием решений относительно выбора целевого уровня финансового рычага, досрочного погашения облигаций. В границах внешнего финансового анализа результаты исследования целесообразно использовать для прогнозирования политики финансирования российских компаний, оценки фундаментальной стоимости акций с целью выработки рекомендаций участникам рынка. Эффект от применения предложенных методов проявляется в сокращении количества ошибочных решений.

Использование методов внутри компаний позволит более полно учесть интересы акционеров и других, связанных с предприятием лиц (путем дисконтирования рисковых обязательств по безрисковой ставке при расчете составной текущей стоимости), повысить доверие к инвестиционной программе со стороны иностранных инвесторов, поскольку предложенные разработки развивают принятые на Западе методы принятия инвестиционно-финансовых решений.

Предложенные новые методы могут быть использованы во всех странах с рыночной экономикой, где развит финансовый рынок. По мере продвижения России к развитому рынку их практическая значимость будет возрастать. В результа те использования методов повысится эффективность инвестиционно-финансовой деятельности предприятий, они будут с меньшими потерями адаптироваться к изменениям окружающей среды.

Диссертация состоит из введения, восьми глав, объединенных в три раздела, заключения, библиографического списка и приложения. Первый раздел «Моделирование стоимости акций компании» включает две главы, в первой из которых сводятся воедино предположения, лежащие в основе моделей, построенных автором во второй главе для оценки стоимости капитала. Парадигма исследования заключается в том, что сначала (в главе 2 «Проблемы моделирования политики финансирования компании») автор строит новые модели оценки акций, с помощью которых предлагается решение трех ключевых проблем теории финансов, связанных с оценкой стоимости капитала, и на их основе в последующих главах получает производные модели. Эти модели используются для формулировки гипотез, касающихся различных сторон, связанных с принятием инвестиционно-финансовых решений на основе внешнего и внутреннего финансового анализа. Глава 2 является, таким образом, центральной (стержневой) в работе. Новые модели, которые в ней предложены, в отличие от ранее предлагавшихся другими разработчиками, в частности, в отличие от модели М.Миллера (1977), позволяют отразить в оценке стоимости акций влияние периода рефинансирования долга и потери, связанные с финансовыми затруднениями. Вопросы, рассмотренные в главе 2, исследованы в рамках как позитивного, так и нормативного подхода. Изучение влияния риска финансовых затруднений на стоимость акций, их требуемую доходность, средневзвешенную стоимость капитала проведено с позитивных позиций, поскольку принципиально важным здесь является поведение инвесторов. Вопросы, связанные с оценкой влияния риска финансовых затруднений на процесс принятия инвестиционно-финансовых решений внутри компании, разработаны нормативно. Эта глава содержит сравнительный анализ двух вариантов политики финансирования компании, заключающихся в поддержании на постоянном уровне финансового или финансово-операционного рычага. Модели, где предполагается, что компания фиксирует финансово-операционный рычаг, построены автором впервые.

Второй раздел «Оценка стоимости капитала» включает две главы. В третьей главе выявлены новые факторы, определяющие риско-доходные характеристики акций компании. В этом разделе на основе большого количества фактического материала исследована возможность модификации предлагаемых автором моделей оценки стоимости собственного капитала с целью учета особенностей развивающихся рынков. В четвертой главе представлены авторские подходы к оценке средневзвешенной стоимости капитала, которые позволяют отразить влияние на средневзвешенную стоимость капитала таких новых факторов как период рефинансирования долга, уровень обещанной процентной ставки. Следуя традиции литературы по неоклассической теории финансовых решений, автор в этих и последующих главах иллюстрирует выдвигаемые им новые гипотезы на числовых иллюстративных примерах.

Третий раздел «Методология использования оценок стоимости капитала» объединяет пятую, шестую, седьмую и восьмую главы. Они содержат большое количество частных выводов по конкретным компаниям. Главная цель рассмотрения этих примеров заключается в том, чтобы показать возможность использования наших методов для анализа типичных, хорошо всем знакомых ситуаций. С использованием методов ситуационного анализа нами показана возможность адаптации абстрактных теоретических моделей для решения различных задач, связанных с эмиссией привилегированных акций, облигаций с различными сроками погашения. Сам факт получения частных выводов наглядно демонстрирует целесообразность использования построенных автором общих моделей для оценки конкретных ситуаций в рамках внутреннего финансового анализа.

В работе впервые предложены реалистичные модели, которые допускают эмиссию облигаций с любым периодом погашения, учитывают влияние роста доходов компании на стоимость капитала. Тем самым сделан очередной шаг на пути восхождения от построения абстрактных моделей теории финансовых решений к обоснованию конкретных финансово-инвестиционных решений, принимаемых как внутри компаний, так и вне их.

## Финансовая стратегия и политика: понятия и предположения

В работе будет использован ряд понятий, соотношение между которыми представляется следующим.

Управленческая стратегия - это общая стратегия достижения главных целей фирмы путем распределения ограниченных ресурсов и решения стоящих перед ней проблем. Выработка управленческой стратегии осуществляется в результате взаимодействия собственников, администрации, работников, деловых партнеров и других групп влияния. В концентрированном виде результат этого взаимодействия выражается в формулировке миссии (главного предназначения) фирмы. Анализ этих формулировок, содержащийся в работе Веснина1, показал, что влияние акционеров не всегда оказывается преобладающим, поскольку доминируют маркетинговые цели. Вместе с тем, лозунг (элемент миссии) иногда содержит наряду с другими целями и такую цель, как сокращение долгосрочных финансовых обязательств для обеспечения развития компании.

Генеральная цель фирмы должна определяться в первую очередь целями ее акционеров. С позиций теории экономического человека целью акционеров должно быть увеличение их богатства. Однако преобладающее участие государства в уставном капитале компании может привести к тому, что генеральной целью компании может оказаться не экономическая, а социально-политическая цель, а это, в конечном счете, приведет к снижению ее стоимости по сравнению с той стоимостью, которая была бы в случае доминирования целей частных акционеров.

Среди общих целей компании (их обычно бывает около 5) почти всегда присутствует цель, связанная с выбором целевого значения финансового рычага, как, например, поддержание финансовой устойчивости.

Финансовая (инвестиционно-финансовая) стратегия является частью общей стратегии фирмы. Ее важнейшими элементами являются стратегии привлечения финансовых ресурсов, выплаты дивидендов, управления финансовыми рисками.

Инвестиционная стратегия предприятия2 - это система приоритетов в отношении инвестиций (по риску, диверсификации, окупаемости), установленная с целью предвосхищения долгосрочных тенденций изменения внешней среды предприятия и адаптации к ним. Финансовая стратегия - это система долговременных приоритетов (например, это система приоритетов в привлечении капитала), а финансовая тактика (тактика финансового менеджмента) - текущих (например, это система приоритетов в управлении оборотными средствами). Финансовая и инвестиционная стратегии объединяются термином - стратегия финансового менеджмента3.

Цели финансовой стратегии относятся к общим функциональным целям компании, т.к. они касаются всей компании, но связаны с финансовой стороной ее деятельности. Эти цели можно выразить с помощью ряда стоимостных показателей (финансовый или финансово-операционный рычаг, коэффициент дивидендных выплат, зона безопасности, Р-коэффициент, средний срок погашения долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов или дюрация кредитного портфеля компании), установив их на целевом уровне.

После разработки финансовой стратегии вырабатываются принципы и установки, определяющие курс действий, направленных на поддержание целевых значений этих показателей в условиях практических ограничений. Совокупность правил, принципов и установок, которые учитываются при принятии управленческих решений, составляет содержание политики компании.

## Финансовый рычаг, период рефинансирования долга и доходность акций

В случае если изменения процентных выплат не ожидается, мы получаем упомянутую выше известную формулу. И в новом варианте DFL по-прежнему показывает при данном ожидаемом изменении процентных выплат, на сколько процентов изменится чистая прибыль, если EBIT изменится на один процент.

Если ожидается, что дробь в числителе формулы совпадет со значением дроби в ее знаменателе, то DFL окажется равным единице и нет ничего удивительного в том, что ожидаемая доходность акций левериджной компании совпадет с ожидаемой доходностью акций финансово-независимой фирмы.

Если ожидается, что дробь в числителе, будучи меньше единицы, окажется больше дроби в ее знаменателе, то DFL окажется меньше единице. Чистая прибыль для этого диапазона будет меняться слабее, чем EBIT.

В общем случае DFL, согласно формуле (3.1), может принимать не только положительные, но и, если ожидаемые изменения процентных выплат превысят ожидаемое изменение EBIT, отрицательные значения.

До появления работ ММ среди специалистов в области неоклассической теории финансовых решений существовало представление, согласно которому при прочих равных условиях, во-первых, доходность акций не зависит от финансового рычага, если его величина не превышает определенного критического значения. После того как это критическое значение пройдено, доходность акций начинает расти. Во-вторых, по мере того как заемный капитал замещает собственнения этих моделей, назовем его обратным анализом формул доходности). Причем важно исходить именно из требуемой, а не из фактической доходности акций, которая складывается из двух частей: нормальной (ожидаемой или требуемой) и случайной (неопределенной) доходности. Нормальной доходности акций rs соответствуют нормальные величины р и pf. Их можно использовать в практике инвестиционного проектирования, в частности, при расчете величины СТС.

Охарактеризуем первое направление анализа. Из выведенных автором формул оценки влияния политики финансирования на доходность акций следует, что ее величину при заданных значениях р и pfc определяют такие параметры, как ставка процента по заемному капиталу, период рефинансирования, уровень финансового рычага (поскольку безрисковая ставка не зависит от деятельности предприятия, ее также можно считать заданной). К оценке их влияния на доходность акций можно подойти двояко. Во-первых, можно применить метод элиминирования и изучить влияние каждого параметра в отдельности при неизменном уровне других параметров. Во-вторых, можно учесть, что ставка процента по заемному капиталу и уровень финансового рычага складываются под влиянием выбора периода рефинансирования п и привлечения конкретной величины заемного капитала D. Стоимость заимствования является, как правило, возрастающей функцией периода рефинансирования п и финансового рычага. Что же касается финансового рычага, то его величина может быть определена с помощью построенных выше моделей оценки S. Применение метода элиминирования позволяет лучше понять механизм действия периода рефинансирования и привлекаемой величины заемного капитала D на доходность акций.

Формулы производных функции доходности акций слишком громоздки (их знак иногда очевиден), и поэтому для описания и иллюстрации влияния факторов на доходность акций мы применим графический метод. Везде далее в работе, где отсутствует оговорка, предполагается, что рефинансирование долга неэластично.

## Критерий максимизации чистого дисконтированного дохода

До 2000 года в Германии в практике оценки стоимости предприятий преобладал метод дисконтирования дохода EWM (Die Ertragswertmethode). В 2000 году немецкий Институт аудиторов рекомендовал использовать наряду с этим методом в качестве равноценных методы дисконтирования денежных потоков DCF. Этому решению предшествовала теоретическая работа немецких экономистов. С этого времени метод EWM начинает постепенно вытесняться методами дисконтирования денежных потоков DCF, используемыми в англо-американском языковом пространстве. В качестве основной причины, вызывающей недоверие практиков и замедляющей процесс использования методов DCF, называется их реальная неэквивалентность (такие модификации DCF, как WACC (метод дисконтирования свободных денежных потоков с использованием средней стоимости капитала в качестве ставки дисконтирования), APV (метод составной текущей стоимости), FTE (метод дисконтирования денежных потоков для акционеров с использованием требуемой доходности акций в качестве ставки дисконтирования) и др., являясь, по мнению большинства экономистов, в теоретическом плане эквивалентными, на практике дают разные оценки стоимости предприятия). Вместе с тем, отмечается, что метод EWM в сравнении с методами DCF имеет серьезные недостатки, главным из которых является необоснованное использование неизменной ставки для дисконтирования доходов, относящихся к разным периодам. Причем эта ставка определяется исходя из практики, а не на основе теории стоимости фирмы и, следовательно, не учитывает структуру капитала.

Среди немецких ученых нет единого мнения по вопросу о соотношении разных методов расчета чистого дисконтированного дохода. Поскольку взгляд, что все методы должны давать один и тот же результат, преобладает в мировой литературе, остановимся на аргументации иной точки зрения. Крушвитц и Лёффлер в двух своих работах доказывают, что методы WACC и APV расчета чистого дисконтированного дохода неизбежно дают различную оценку стоимости фирмы, поскольку в их основе лежат различные предположения о проводимой предприятием финансовой политике, которую они сводят к политике финансирования деятельности компании, и дивидендной политике.

В основе доказательства лежат следующие предположения: 1) инвестиционная политика определяется до финансовых решений; 2) потери, связанные с финансовыми затруднениями, отсутствуют; 3) риск денежных потоков финансово-независимой компании не меняется со временем; 4) обещанный процент по долгу равен безрисковой ставке и не меняется со временем; 5) ставки налогов неизменны; 6) проценты по долгу уменьшают базу по уплате налога на прибыль.

Крушвитц и Лёффлер рассматривают два варианта проводимой компанией политики финансирования: вариант, когда компания ориентируется на определенный уровень заимствований, и вариант, когда компания ориентируется на определенный финансовый рычаг. Для каждого варианта исследуется целесообразность выбора одного из методов (WACC и APV) расчета чистого дисконтированного дохода с учетом того, какая информация имеется: информация о будущих уровнях долга или информация о будущих значениях финансового рычага. Важно подчеркнуть, что авторы допускают, что при политике финансирования компании, заключающейся в выборе финансового рычага, аналитику может быть доступна информация либо об уровне долга, либо о будущих значениях финансового рычага.