x_4 - коэффициент убыточности реализации продукции, равный отношению чистого убытка к объему реализации продукции,

x_5 - плечо финансового «рычага»,

x_6 - коэффициент загрузки активов, представляющий собой обратный показатель к коэффициенту оборачиваемости активов.

K - интегральный показатель уровня угрозы банкротства.

Для проведения диагностики банкротства нужно определить нормативное значение

$$K_n = 0,25 * 0 + 0,1 * 1 + 0,2 * 7 + 0,25 * 0 + 0,1 * 0,7 + 0,1 * \tilde{x}_6 = 1,57 + 0,1 * \tilde{x}_6,$$

где $\tilde{x}_6$ - коэффициент загрузки активов, рассчитанный по данным года, предыдущего обследуемому.

Рассчитанное по формуле (3) значение K необходимо сравнить с K_n . Если $K < K_n$, то вероятность банкротства незначительна.

К минусам рассмотренной модели можно отнести то, что она не учитывает влияние макроэкономических факторов, а также то, что нельзя точно оценить степень близости экономического субъекта к банкротству.

Безусловно, рассматриваемые здесь модели представляют только малую часть методов определения банкротства организации, используемых на практике. К сожалению, не существует универсальной модели, все методы имеют ограниченную область применения, достоинства и недостатки. Экономическому субъекту необходимо определять наиболее приемлемый для неё метод самостоятельно, учитывая то, что выбор неподходящей методики может привести к искаженным результатам и, как следствие, реализации угрозы финансовой безопасности организации - угрозы банкротства.

1. Горячева К. С. Финансовая безопасность предприятия, сущность и место в системе экономической безопасности / К. С. Горячева // Экономика и социум. – 2016. - №12. – С. 2 – 19.
2. Епифанова А. А. Финансовая безопасность компании: аналитические аспекты / А. А. Епифанова. // Экономический анализ: теория и практика: электрон. журн. – 2016. - №10. - URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/17246365>.
3. О несостоятельности (банкротстве): федер. закон Рос. Федерации от 26.10.2002 № 127-ФЗ (ред. От 27.12.2019). – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_39331/.
4. Финансовый анализ : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / И. Ю. Евстафьева [и др.] ; под общей редакцией И. Ю. Евстафьевой, В. А. Черненко. — Москва : Издательство Юрайт, 2019. — 337 с.
5. Кирьянова З. В. Анализ финансовой отчетности: учебник для бакалавров / З. В. Кирьянова, Е. И. Седова. — 2-е изд., испр. и доп. — Москва : Издательство Юрайт, 2013. — 428 с.

Никольская В.В.

Увеличение благосостояния акционеров путем изменения структуры капитала

*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
(Россия, Калуга)*

doi: 10.18411/lj-03-2020-39

idsp: ljjournal-03-2020-39

*Научный руководитель
Акименко В.А.*

Аннотация

Статья посвящена рассмотрению теоретических аспектов увеличения благосостояния акционеров. Особое внимание обращается на структуру капитала.

Учтены факторы, позволяющие рационально распределить собственные и заемные средства. Описана роль оптимальной структуры капитала организации с учетом теории иерархии.

Ключевые слова: собственный капитал, заемные средства, средневзвешенная стоимость капитала, структура капитала, благосостояние акционера.

Abstract

The article is devoted to the consideration of theoretical aspects of increasing the well-being of shareholders. Attention is paid to the structure of capital. The factors allowing rational distribution of own and borrowed funds are taken into account. The role of the optimal capital structure of the organization is described taking into account the theory of hierarchy.

Keywords: equity, borrowed funds, weighted average cost of capital, capital structure, shareholder welfare.

Рассматривая вопрос увеличения благосостояния акционеров, в первую очередь необходимо понять, что представляет собой структура капитала. Структура капитала компании являет собой совокупность собственного и заемного финансирования, используемого организацией для обеспечения своих активов. Некоторые компании могут финансироваться полностью за счет собственного капитала не иметь заемных средств, в то время как другие могут иметь низкий уровень собственного капитала и высокий уровень долга. Решение о том, какое соотношение должны иметь собственный и заемный капитал, называется решением о финансировании.

Решение о финансировании напрямую влияет на средневзвешенную стоимость капитала (WACC). WACC является простым средневзвешенным значением стоимости капитала и стоимости заемных средств. Весовые коэффициенты пропорциональны рыночной стоимости капитала и долга; поэтому, поскольку пропорции собственного капитала и заемных средств изменяются, WACC также будет меняться. Следовательно, один из важных моментов заключается в том, что, поскольку компания меняет структуру своего капитала (т. е. меняет соотношение акционерного и заемного финансирования), это автоматически приводит к изменению ее WACC.

Однако прежде чем мы углубимся в детали теории структуры капитала, стоит подумать, каким образом решение о финансировании (т.е. изменение структуры капитала) имеет какое-либо отношение к общей корпоративной цели максимизации благосостояния акционеров. Учитывая предпосылку, что благосостояние — это текущая стоимость будущих денежных потоков, дисконтированных по требуемому доходу инвесторов, рыночная стоимость компании равна текущей стоимости ее будущих денежных потоков, дисконтированных ее WACC.

Рыночная стоимость компании = будущие денежные потоки / WACC.

Важно отметить, что чем ниже WACC, тем выше рыночная стоимость компании, что можно увидеть из следующего простого примера: когда WACC составляет 15%, рыночная стоимость компании составляет 667; и когда WACC падает до 10%, рыночная стоимость компании увеличивается до 1000.

Рыночная стоимость компании:

$$100 / 0,15 = 667$$

$$100 / 0,10 = 1000$$

Следовательно, если мы сможем изменить структуру капитала, чтобы снизить WACC, мы сможем увеличить рыночную стоимость компании и, таким образом, увеличить благосостояние акционеров.

Таким образом, поиск оптимальной структуры капитала — это поиск самого низкого WACC, потому что когда WACC минимизируется, ценности и благосостояние компании/акционера максимизируются. Поэтому задачей финансового менеджера

становится поиск оптимальной структуры капитала, которая приведет к снижению WACC.

Далее необходимо понять, какое соотношение собственного капитала и заемных средств приведет к самым низким показателям WACC.

Поскольку WACC представляет собой простое среднее значение между стоимостью собственного капитала и стоимостью заемного финансирования, инстинктивный ответ заключается в том, чтобы понять, какой из двух компонентов дешевле, а затем получить более дешевый и менее дорогой, уменьшая таким образом среднее совокупное из двух. Тогда возникает вопрос, какой из источников дешевле.

Анализируя проблему, можно вывести следующий ответ: стоимость заемного капитала дешевле стоимости собственного капитала. Заемный капитал менее рискован, чем собственный, поскольку выплата процентов часто является фиксированной суммой и носит обязательный характер, и она выплачивается в приоритетном порядке по сравнению с выплатой дивидендов, которые на самом деле носят дискреционный характер.

Тем не менее, превалирующая задолженность означает, что больше процентов выплачивается из прибыли до того, как акционеры смогут получить свои дивиденды. Повышенная выплата процентов увеличивает волатильность выплат дивидендов акционерам, так как, если у компании нерентабельный год, повышенные процентные выплаты все равно должны выплачиваться, что может повлиять на способность компании выплачивать дивиденды. Это увеличение волатильности выплаты дивидендов акционерам также называют увеличением финансового риска для акционеров.

Если финансовый риск для акционеров возрастет, им потребуется более высокая доходность, чтобы компенсировать повышенный риск, таким образом, стоимость собственного капитала увеличится, что приведет к увеличению WACC.

Ключевой вопрос заключается в том, что имеет больший эффект: сокращение WACC, вызванное увеличением суммы более дешевого заемного капитала, или увеличение WACC, вызванное увеличением финансового риска. На данный вопрос отвечают различные теории, которые развивались с течением времени в связи с этой темой: теория Модильяни-Миллера (без налога и с налогом), традиционная теория (WACC имеет U-образную форму, то есть оптимальное соотношение).

Очевидно, что существует определенная проблема с моделью налогообложения Модильяни и Миллера, так как структура капитала компаний все же не полностью состоит из заемных средств. Компаниям не рекомендуется следовать этому подходу из-за наличия таких факторов, как расходы на банкротство и агентские расходы — факторов, которые Модильяни и Миллер не смогли учесть.

Расходы на банкротство

Модильяни и Миллер предположили совершенные рынки капитала, следовательно, компания всегда сможет привлечь финансирование и избежать банкротства. В реальном мире основным недостатком организации, которая берет на себя высокий уровень заемного финансирования, является вероятность дефолта по своим повышенным процентным платежам и, следовательно, банкротства. Если акционеры и предоставляющие заемный капитал будут обеспокоены возможностью банкротства, им необходимо будет компенсировать этот дополнительный риск. Следовательно, стоимость акционерного капитала и стоимость заемных средств увеличатся, WACC возрастет, а цена акции снизится.

Если модель с налогами изменить, чтобы учесть существование рисков банкротства, то появится оптимальная структура капитала, которая значительно ниже уровня долга 99,99%, рекомендованного ранее.

Агентские расходы

Агентские расходы возникают из-за проблемы «основного агента». В большинстве крупных компаний руководители не могут активно управлять компанией. Они нанимают «агентов» (менеджеров), и агенты могут действовать таким образом,

который не всегда отвечает интересам акционеров или организациям, предоставляющим заемные средства. Поскольку в настоящее время мы говорим о вопросе задолженности, будем предполагать, что между акционерами и руководством не существует потенциального конфликта интересов и что основной целью руководства является максимизация благосостояния акционеров.

Руководство может привлекать деньги организаций, предоставляющих заемное финансирование, заявляя, что средства будут инвестированы в проект с низким уровнем риска, но как только получит их, то решает инвестировать в проект с высоким риском/высокой доходностью. Это действие может принести пользу акционерам, поскольку они могут извлечь выгоду из более высокой доходности, но предоставляющие заемные средства компании не получают долю более высокой доходности, поскольку их доходность не зависит от результатов деятельности компании. Таким образом, держатели заемных средств не получают тот уровень дохода, который компенсировал бы степень риска.

Для защиты своих инвестиций организации, выдающие заемные средства, часто налагают определенные условия в кредитных соглашениях, которые ограничивают свободу действий руководства. Эти условия могут ограничивать возможность дальнейшего увеличения заемного финансирования, устанавливать целевой коэффициент перевода средств, коэффициент текущей ликвидности, ограничивать выплату дивидендов, ограничивать выбытие основных активов или вид деятельности, в которой может участвовать компания.

По мере увеличения масштабов задолженности организации, предоставляющие заемные средства, захотят наложить больше ограничений на руководство для защиты своих возросших инвестиций. Обширные условия сокращают операционную свободу компании, гибкость инвестиций и могут привести к снижению цены акций. Как правило, руководители компаний не котируют ограничений, налагаемых на свободу их действий, поэтому снижают уровень заемного финансирования.

Теория иерархии

Теория иерархии находится в резком противоречии с теориями, которые пытаются найти оптимальную структуру капитала путем изучения компромисса между преимуществами и недостатками долгового финансирования. При данной теории нет поиска оптимальной структуры капитала.

Компании просто следуют установленному иерархическому порядку, который позволяет привлекать им финансы самым простым и эффективным способом и имеет следующий вид:

- используется вся доступная нераспределенная прибыль;
- используются заемные средства;
- выпускаются акции.

Основной финансовой целью любой организации является максимизация благосостояния акционеров. Для достижения данной цели компании должны стремиться минимизировать средневзвешенную стоимость капитала (WACC). С практической точки зрения это может быть достигнуто за счет наличия заемных средств в структуре капитала, поскольку они относительно дешевле, чем собственный капитал. Для того чтобы добиться увеличения благосостояния акционеров, организации также должны быть осведомлены о теории иерархии, которая использует совершенно другой подход и игнорирует поиск оптимальной структуры капитала.

1. Брусов, П.Н. Финансовый менеджмент. Долгосрочная финансовая политика. Инвестиции. Учебное пособие / П.Н. Брусов. - М.: КноРус, 2016. - 791 с.
2. Ивашкевич, В. Б. Практикум по управленческому учету и контроллингу / В.Б. Ивашкевич. - М.: Финансы и статистика, Инфра-М, 2018. - 192 с.
3. Шимко, П.Д. Международный финансовый менеджмент. Учебник и практикум / П.Д. Шимко. - М.: Юрайт, 2018. - 171 с.