

## Глава 6. Определение цены капитала для обоснования инвестиционных решений.

### 6.1. Цена и структура капитала.

Понимание изложенных выше базисных концепций финансового менеджмента – временной стоимости денег, альтернативных издержек, риска и доходности, эффективности финансовых рынков – позволяет рассматривать капитал как один из видов экономических ресурсов или производственных факторов (наряду с трудом и землей). Уровень доходности, выплачиваемой инвестору в качестве платы за предоставленный капитал, представляет для предприятия, получающего этот капитал, величину его (капитала) цены. Для инвестора цена вложенного капитала – это альтернативные издержки, возникающие из-за утраты им возможности использовать денежные средства каким-то другим способом, например – направить их на банковский депозит. В качестве измерителя цены капитала используется уровень процентной ставки. Получая банковский кредит, предприятие обязуется уплачивать проценты банку, величина которых и отразит размер цены привлекаемого капитала. Для банка ценой инвестируемых им в предприятие кредитных ресурсов будет уровень доходности, который он мог бы получить, вложив соответствующую сумму в проект, уровень риска которого сопоставим с риском выдаваемого кредита. Очевидно, что банк не захочет кредитовать предприятие, если величина процентов по кредиту окажется ниже альтернативных издержек. Поэтому в условиях эффективного рынка цена капитала для получателя должна быть не меньше альтернативных издержек инвестора.

Планируя привлечение нового капитала, предприятие обязано принимать во внимание альтернативные издержки инвестора, так как их уровень является объективной характеристикой цены привлекаемого капитала. Важнейшим фактором, определяющим величину альтернативных издержек, является риск предприятия и реализуемых им проектов. Чем выше риск, тем выше уровень доходности, требуемый инвестором, для компенсации риска. Соответственно выше будет и цена привлекаемого капитала. Два предприятия, реализующих проекты с одинаковым уровнем риска, вправе претендовать на получение необходимого капитала по примерно одинаковой цене. Именно эта цена должна приниматься во внимание в процессе оценки экономической эффективности проектов. Прогнозируемые денежные потоки от этих проектов должны дисконтироваться по одной и той же ставке, равной цене привлекаемого капитала. Несоблюдение данного требования приведет к ситуации, когда совершенно равнозначные проекты получают противоположные оценки – прибыльный и убыточный – только вследствие произвольного выбора ставок дисконтирования денежных потоков. Чтобы избежать такого волюнтаризма, необходимо располагать надежными данными об уровне риска тех или иных предприятий (например, об их  $\beta$ -коэффициентах). Однако в российской экономике данная проблема пока еще далека от разрешения.

Концепция цены капитала полностью укладывается в изложенные в предыдущих главах принципы оценки эффективности финансового менеджмента: предприятие работает эффективно, если доходность реализуемых им проектов превышает цену привлекаемого для этих целей капитала. Только в этом случае предприятие создает дополнительную чистую приведенную стоимость, то есть увеличивает капитал собственников. Речь при этом идет о долгосрочном капитале, так как само понятие «инвестирование» предполагает связывание ликвидных средств на длительные промежутки времени. Как правило, определяют цену нового капитала, который предприятие только собирается привлечь для финансирования открытых им инвестиционных возможностей. Определение фактической стоимости уже имеющегося капитала может иметь какую-то ценность для ретроспективного анализа, но, однозначно, оно не является инструментом финансового менеджмента. Знание стоимости капитала необходимо на стадии обоснования финансовых решений, чтобы позволить менеджеру выбрать наиболее оптимальные направления вложения средств и приемлемые источники их финансирования.

Структура долгосрочного капитала неоднородна: он состоит из собственных и заемных ресурсов. Собственный капитал это обыкновенные акции и нераспределенная прибыль. Не следует забывать также и об амортизации, которая представляет собой важный внутренний источник финансирования предприятия. Долгосрочный заемный капитал – это прежде всего эмитируемые предприятием облигации. Для большинства российских предприятий выпуск облигаций является пока еще финансовой экзотикой, но равноценного ему способа привлечения заемных средств на длительные периоды времени (до 30 и более лет) в мире не существует. Промежуточное положение между собственным и заемным капиталом занимают привилегированные акции, которые несут в себе признаки как первого так и второго способов финансирования. Каждый из перечисленных видов капитала имеет свою цену. У предприятия не бывает бесплатных ресурсов. Даже прибыль и амортизация являются платными источниками. Платой за их использование является доход, который получают от предприятия его инвесторы. Собственники не согласились бы отказаться от изъятия всей чистой прибыли в форме дивидендов, если бы не были уверены в том, что капитализация всей или части ее суммы принесет им еще больший доход в будущем. Теоретически, аналогичная ситуация с амортизационными отчислениями, хотя на самом деле у инвесторов отсутствует юридическое право изымать у предприятия начисленную им амортизацию.

Планируя инвестиции, предприятие предусматривает возможные источники их финансирования, а следовательно – и их цену. Общим правилом финансов является необходимость расчета полной цены всех видов вновь привлекаемого капитала. Точно так же, как правая сторона баланса покрывает собой все активы предприятия, источники финансирования должны покрывать всю сумму инвестиций.

а) Взаимосвязь инвестиций и балансов их финансирования

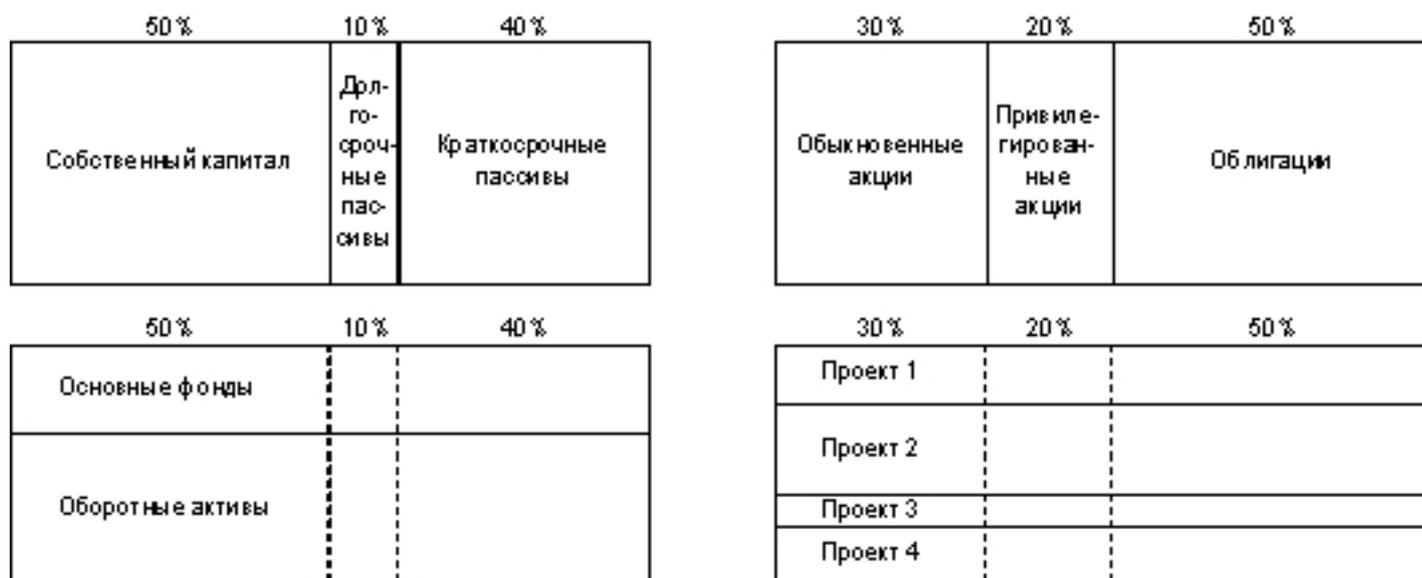


Рисунок 6.1.1. Сравнительная структура финансирования предприятия и инвестиционных проектов

Изучая бухгалтерский баланс, невозможно точно указать, каким именно источником ресурсов покрывается конкретная статья актива: каждый рубль активов отражает в себе общую структуру правой стороны баланса, например: 50% собственного капитала, 10% долгосрочной и 40% краткосрочной задолженности (рис. 6.1.1.а). В ходе анализа можно предположить, что основные фонды финансируются из долгосрочных источников, а оборотные – из краткосрочных. Однако данное предположение делается на основе обобщенных данных по балансу в целом, без выделения конкретных статей. Например, если у предприятия имеются СОС, невозможно точно определить какая конкретно часть оборотных активов приобретена за счет собственных, а какая за счет заемных источников. Например, денежные средства, дебиторская задолженность и половина запасов финансируются из собственных источников, а оставшаяся часть запасов – из заемных. Трудно даже представить, кому может прийти в голову мысль организовать раздельное хранение запасов по способу их финансирования.

В руках менеджеров сосредотачивается весь предоставленный им капитал и они вправе вкладывать его любым способом, приносящим максимальную выгоду инвесторам. Аналогично, при планировании инвестиций не следует предполагать, что какой-то конкретный проект будет финансироваться только за счет банковского кредита, а для реализации другого будет произведена новая эмиссия акций. Менеджеры должны определить общий объем инвестиций и изыскать под него полную сумму финансирования из всех источников. Доходность отдельных проектов должна сравниваться с общей или средней ценой всего вновь привлекаемого капитала, так как

каждый рубль инвестиций будет отражать в себе всю структуру капитала, из которого они финансируются, например: 30% обыкновенные акции, 20% привилегированные акции, 50% облигации (рис. 6.1.1.б).

В то же время общая цена всего капитала складывается из стоимости отдельных его составляющих: собственных и заемных источников. Следовательно, для того, чтобы рассчитать среднюю цену совокупного капитала, необходимо сначала определить цены каждого его вида. Соотношение удельных весов отдельных компонент в общем объеме привлекаемого капитала характеризует его структуру. Увеличивая долю относительно менее дорогих источников, предприятие может снизить общую цену капитала. Мировая практика показывает, что наиболее «дешевым» источником является заемное финансирование, так как кредиторы находятся в более привилегированном положении в сравнении с собственниками предприятия: они сохраняют за собой право на возврат своих вложений, а в случае банкротства их требования будут удовлетворены раньше требований акционеров. Возникает вопрос, почему же у большинства предприятий по-прежнему очень высокий удельный вес собственного капитала, ведь это им невыгодно? В принципе он должен стремиться к нулю, а доля заемного капитала – приближаться к 100%.

Формирование оптимальной структуры капитала, т.е. установление наиболее выгодного соотношения между собственными и заемными источниками финансирования представляет собой «королевскую проблему» (das Konigsproblem) финансового менеджмента. Неудивительно, что ее решению посвящены работы наиболее авторитетных ученых-финансистов, прежде всего – лауреатов Нобелевской премии Мертона Миллера и Франко Модильяни. Эти ученые сделали парадоксальный вывод о том, что в условиях совершенного рынка, при отсутствии налогов и транзакционных издержек и при наличии равного доступа предприятий и физических лиц к кредитным ресурсам, структура капитала не оказывает влияния на его цену. Обоснование этого заключения состоит в следующем: по мере роста доли заемного финансирования, увеличивается эффект финансового рычага, то есть возрастает финансовый риск предприятия. Соответственно растет цена его капитала и все преимущества заемного финансирования сводятся к нулю. В условиях эффективного рынка никто не мешает акционерам предприятия самим взять ссуду в банке и купить на полученные деньги новые акции. Им нет смысла поручать эту работу менеджерам предприятия, от которых требуется совсем другое – максимально эффективно инвестировать предоставляемый им капитал.

Таким образом, сама по себе структура капитала не оказывает влияния на его цену, поэтому в данной сфере менеджерам не следует искать возможности увеличения стоимости предприятия, они должны сосредоточиться на эффективном управлении

активами. Однако та же самая мировая практика показывает, что руководители большинства предприятий все-таки уделяют значительное внимание оптимизации структуры капитала, более того, решение этой задачи составляет одну из основных функций финансового менеджмента. Данный парадокс также имеет свое рациональное объяснение: реальные экономические условия далеки от тех идеальных предпосылок, которые были заложены Модильяни и Миллером в основу своих доказательств. Пока еще нет абсолютно эффективных рынков, существуют и транзакционные издержки и налоги, а физические лица имеют более ограниченный доступ к кредитным ресурсам, чем предприятия. Поэтому оптимизация структуры капитала вполне может принести предприятию реальное снижение его цены и сделать собственников предприятия богаче. Одним из важнейших факторов данного эффекта является возможность отнесения процентов за кредит на себестоимость, иными словами – исключение этих сумм из величины базы обложения налогом на прибыль. Дивиденды по акциям выплачиваются из чистой прибыли, то есть они не предоставляют предприятию и его собственникам подобной «налоговой защиты».

Таким образом, расширение доли заемного финансирования в разумных пределах может приводить к снижению общей цены привлекаемого капитала. Определение конкретной величины этих пределов, то есть выработка целевой структуры капитала, наиболее выгодной для данного предприятия, и является одной из важнейших задач финансового менеджмента. Для ее успешного решения необходимо усвоить принципы оценки отдельных составляющих совокупного капитала предприятия.

1 Денежные средства поступают на расчетный счет или в кассу предприятия, где они обезличиваются независимо от источников поступления. Кассир не раскладывает их «по кучкам», чтобы впоследствии обеспечить строго целевое их использование. Еще более абсурдным подобное предположение выглядит применительно к безналичным деньгам на расчетном счете. Оплачивая приобретение основных фондов, предприятие может расходовать деньги, только что полученные в форме краткосрочной ссуды банка. Но это не будет свидетельством иммобилизации. Анализируя итоговый баланс, финансист убедится, что стоимость внеоборотных активов покрывается долгосрочными источниками.

2 Цитируется по Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов. – СПб.: Издательство «Питер», 2000, стр. 201.

3 См. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? – М.: Дело, 1999. – 272с.