Разработка и реализация стратегии финансирования

Благодаря тенденции глобализации рынков и стремительному развитию технологий обмена информацией капитал достиг беспрецедентного уровня мобильности, которая позволяет инвесторам в кратчайшие сроки идентифицировать, а капиталу перемещаться туда, где ресурсы могут использоваться наиболее эффективно.

Необходимость снижения операционных издержек как важнейшее условие выживания и роста компании менеджерами осознана давно. Сегодня пришло время понять, что стоимость капитала - такая же жизненно важная компонента успеха любого бизнеса, ориентированного на долгосрочный экономический рост. Поэтому безусловного внимания руководителей компании требуют вопросы разработки и реализации стратегии финансирования, в которой центральное место занимает проблема оптимальной структуры капитала.

Любое обсуждение стратегии предполагает наличие ясно обозначенной цели. В соответствии с базовыми положениями современной теории корпоративных финансов основу концепции управления стоимостью составляют два фундаментальных принципа:

- первый - целью финансового управления компанией является максимизация ее обоснованной рыночной стоимости;
- второй - стоимость компании определяется денежными потоками, которые она сможет генерировать в будущем, дисконтированными по ставке доходности, учитывающей совокупные риски всех активов компании.

Предприятие как финансовая схема

Любое предприятие (бизнес) начинается с денег (см. рисунок). Индивидуальные и институциональные инвесторы вкладывают средства в компанию, рассчитывая на получение дохода в будущем. В обмен на инвестиции они получают формализованные (или неформальные) права требования, позволяющие участвовать в распределении доходов.

Права требования представлены широким разнообразием видов: от базовых понятий долга и собственного капитала до экзотических конструкций производных финансовых инструментов, привязанных к изменению цен на акции (или облигации) компании.

Местом, где продаются и покупаются права требования, является рынок капитала. Он может быть формализованным, как, например, фондовая биржа, или неформальным рынком участников, таких как венчурные фонды, банки, инвестиционные компании или, наконец, друзья и родственники.

Финансирование - это сфера взаимодействия компании с рынком капитала. Решения по финансированию - это выбор (среди различных доступных вариантов) источников привлечения в бизнес финансовых ресурсов в обмен на упомянутые выше права требования.

В сегменте финансирования можно выделить два ключевых подмножества принятия решений: распределение прибыли (дивидендная политика) и формирование структуры капитала. Эти решения определяют долгосрочную жизнеспособность компании и, как правило, входят в компетенцию ее высших руководителей.

Стратегия финансирования и стоимость компании

Концептуальным фундаментом современных корпоративных финансов является теория Модильяни-Миллера (M&M), центральный результат которой состоит в том, что в мире без налогов, издержек обращения капитала и других проявлений несовершенства рынка ни решения по выбору структуры капитала, ни дивидендная политика не влияют на рыночную стоимость фирмы [1].

Однако даже развитые рынки капитала не совершенны на 100%: существуют налоги и фрикционные издержки; информация, которой владеют инвесторы, почти всегда отличается от той, которой оперируют менеджеры. Поэтому решения по финансированию способны оказывать влияние и на стратегию компании, и на стоимость финансовых ресурсов, и на благосостояние акционеров.

Прочность конкурентной позиции компании прямо зависит от структуры ее капитала. Фирмы стремятся к созданию конкурентных преимуществ с целью получения экономической прибыли. Высокая норма доходности привлекает конкурентов. Решение новых игроков о вступлении в отрасль, равно как и решения компаний, обороняющих свои позиции, зависят от того, насколько стратегия фирмы обеспечена ресурсами, в первую очередь финансовыми.

Запас гибкости в принятии ключевых управленческих решений. Гибкость достигается путем формирования структуры капитала, которая позволяет сокращать или увеличивать доли различных финансовых инструментов в зависимости от тенденций на рынке капитала. Долгосрочный заем с ограничительными оговорками и без права досрочного погашения - классический пример финансирования, исключающего гибкость. Аналогично, если компания использует максимальный объем заемных средств, который она в состоянии сегодня получить, это значит, что она может лишиться доступа к финансовым ресурсам, если котировки ее акции опустятся ниже их реальной стоимости.

Структура капитала компании играет ключевую роль в стратегии слия-ния независимо от того, стремитесь вы к поглощению другой компании или хотите защититься от недружественного захвата. Компания с низкой долей долга в структуре капитала может оказаться привлекательной , потому, например, что ее активы позволят получить дополнительные займы и увеличить стоимость объединенной компании. И, если компания, делающая предложение о поглощении, имеет неиспользованный запас кредитоемкости, она получает шанс на завершение сделки по более выгодной для себя цене, пока соперники вынуждены терять время на решение вопроса о привлечении необходимых для этого финансовых ресурсов.

Асимметричность информации - важнейшая причина зависимости стратегии компании и стоимости ее акций от решений по финансированию. Эта асимметрия в большинстве случаев работает против компании, потому что инвесторы (чаще всего обоснованно) убеждены, что если есть информация, которую они не получили, это информация негативного характера. Поэтому программа формирования прочных и доверительных отношений с инвесторами может сыграть неоценимую роль в успешной реализации корпоративной стратегии, если ее результатом станут доступность и выгодные условия финансирования для осуществления привлекательных инвестиционных проектов компании.

Во-первых, реальный рынок капитала не всегда эффективен, компании платят налоги и несут серьезные потери, попадая в трудное финансовое положение.

Во-вторых, утверждение о том, что стоимость компании определяется денежными потоками, которые генерируют ее активы, а не тем как эти активы финансируются, - это ключ к эффективному управлению стоимостью. Стоимость компании определяется в первую очередь качеством . А это значит, что решающее значение в максимизации стоимости компании имеет выверенная корпоративная стратегия, основанная на создании, развитии и удержании конкурентных преимуществ, позволяющих получать

отдачу от инвестиций выше совокупных затрат на привлечение капитала вне зависимости от источников финансирования.

Оптимальная структура капитала

Под оптимальной структурой капитала обычно понимают такую комбинацию ценных бумаг, которая максимизирует рыночную стоимость фирмы, а значит, обладает наибольшей привлекательностью для инвесторов. Проблема планирования структуры капитала имеет две составляющих: первая - это соотношение доли долга и собственных средств, используемых для финансирования активов; вторая - выбор конкретных финансовых инструментов для привлечения капитала.

В совершенном мире Модильяни-Миллера (с учетом налогообложения корпоративной прибыли) основной вывод теории состоит в том, что, если имеет место налоговая защита процентных платежей, компаниям следует максимально наращивать размер займов, увеличивая благосостояние ее акционеров за счет освобождения от налогообложения стоимости обслуживания долга.

Снижение маржинальной ставки налоговых платежей

Наличие единой ставки налогообложения прибыли не означает, что размер налога, уплаченного с последнего рубля прибыли, будет соответствовать именно этой ставке. Увеличение доли прибыли, попадающей под налоговый щит по мере увеличения размера долга, может вести к сокращению объема налоговых платежей в пределе до нуля.

В то же время наращивание долга увеличивает вероятность того, что какую-то часть возможностей налоговой защиты процентных платежей не удастся использовать в будущем, а это ведет к снижению ожидаемых выгод экономии на налогах в расчете на каждый дополнительный рубль процентных выплат по мере роста платежей по обслуживанию долга.

Следовательно, стоимость компании будет снижаться при отклонении размера долга от значения и в меньшую, и в большую сторону.

Издержки финансовых трудностей

Издержки финансовых трудностей зависят от вероятности банкротства и масштаба потерь, которые компания будет вынуждена нести, если она все-таки станет банкротом. Эмпирические данные свидетельствуют, что такие издержки могут составлять от 8,1 до 17,5% от стоимости фирмы [3].

При умеренных уровнях долга вероятность финансовых проблем незначительна, и выгоды , если компания в состоянии им воспользоваться, доминируют. Но с некоторого момента вероятность финансовых проблем при дополнительных займах начинает быстро расти и издержки финансовых трудностей существенно снижают стоимость компании. Теоретически оптимум достигается, когда приведенная стоимость экономии на налогах благодаря займам точно компенсируется ростом приведенной стоимости прямых и косвенных издержек банкротства.

Банкротство само по себе не влияет на стоимость компании - это просто процедура организованного доступа владельцев прав требования к ее денежным потокам. Стоимость компании снижается только за счет издержек, связанных с осуществлением этой процедуры [4]. Итогом процедуры банкротства является переход права собственности от акционеров к кредиторам, тогда как экономически обоснованное решение о ликвидации означает, что приведенная стоимость ожидаемого операционного денежного потока действующего бизнеса меньше суммы, которую можно выручить, просто продав активы.

Банкротство неизбежно сопровождают судебные и административные расходы, это прямые издержки. Они означают, что стоимость функционирующей компании будет всегда выше стоимости, полученной в результате процедуры банкротства. Риск потери стоимости чаще всего ложится на держателей долговых обязательств, и в качестве компенсации они будут требовать доходности тем выше, чем выше доля долга в совокупном капитале фирмы.

С одной стороны, это ведет к увеличению вероятности невыполнения обязательств и масштабов возможных претензий, что в свою очередь увеличивает приведенную стоимость издержек финансовых трудностей; с другой стороны, большой объем процентных выплат снижает возможные доходы акционеров. Оба этих фактора действуют в направлении снижения рыночной стоимости компании.

Косвенные издержки банкротства отражают трудности управления компанией, находящейся в сложном финансовом положении, приближающейся к банкротству или функционирующей в состоянии, близком к банкротству. Очень часто значительную часть времени и сил менеджеры высоколевереджированной компании вынуждены тратить на убеждение кредиторов в ее финансовом благополучии, вместо того, что бы сконцентрировать усилия на поиске возможных путей будущего экономического роста. Так, например, хорошим финансовым решением может быть продажа избыточных материальных активов и использование полученных средств для расширения прибыльной части бизнеса. Однако, если это означает потерю имущественного залога для кредиторов, убедить их в целесообразности продажи активов будет чрезвычайно сложно.

Кроме того, компанию могут начать покидать ключевые сотрудники, опасаясь рисков, ассоциируемых с компанией-банкротом. Поставщики могут отказать в предоставлении отсрочки по оплате, а покупатели предпочтут воздержаться от покупки, опасаясь риска оказаться без послепродажного обслуживания, или потребуют снижения цен. Затем может потребоваться продажа капитальных активов для пополнения рабочего капитала, что повлечет за собой сокращение объемов производства. Контрагенты могут начать отказываться от выполнения обязательств по ранее заключенным контрактам, полагая, что компания не в состоянии позволить себе расходы долгого и дорогого арбитражного разбирательства. Операционные и организационные проблемы неизбежно проявляются в сокращении доступных инвесторам денежных потоков.

Это разрушительный и часто неуправляемый процесс, ведущий к необратимой эрозии стоимости компании.

Издержки противоречия интересов

Если компания попадает в трудное финансовое положение, и акционеры, и кредиторы теоретически должны стремиться к достижению общей цели: погасить долги и избежать банкротства. На практике, однако, их интересы часто противоречат друг другу.

Проблема агентских отношений - еще один стратегический фактор влияния на выбор структуры капитала [5]. Издержки противоречия интересов можно условно разделить на две части: первая - это , когда максимизируется благосостояние акционеров за счет

держателей долговых обязательств; вторая - это , когда максимизируется благосостояние менеджеров компании за счет ее акционеров.

Агентские издержки собственного капитала. Позиция менеджеров по отношению к задаче максимизации стоимости компании в интересах акционеров - это в значительной степени вопрос профессионально-этических стандартов, поскольку акционеры являются собственниками компании, а менеджеры - их агентами, уполномоченными управлять компанией.

Акционеры не всегда посвящены в управленческих решений, а постоянный и пристальный контроль требуют значительных затрат как усилий, так и времени. Довольно часто менеджеры предпочитают рост масштабов бизнеса росту его прибыльности и увлекаются дорогими атрибутами своего статуса - роскошными офисами, автомобилями и гарантиями материальной компенсации в случае увольнения.

Еще одно важное обстоятельство - различная оценка допустимого риска. Проблема различного отношения к риску одна из наиболее сложных. Ее трудно идентифицировать и предупредить заранее, а факт ее существования проявляется, как правило, в необратимых последствиях уже принятых решений.

Осуществлять мониторинг действий ответственных руководителей - занятие достаточно сложное и дорогое. Эффективным инструментом разрешения проблемы агентских отношений оказывается правильный подбор структуры компенсационного пакета, когда сочетание доли участия в собственности, бонусов и опционов на акции привязывает доходы менеджеров к динамике стоимости акционерного капитала, и они в высшей степени мотивированы к его сохранению и росту.

Агентские издержки долга. Ответственность держателей акций по обязательствам компании ограничена их долей в капитале компании. Это обстоятельство лежит в основе принятия инвестиционной стратегии, способной привести к финансовым потерям, превышающим акционерный капитал, но сулящей, в случае успеха, очень высокие доходы. Это игра за счет долгового инвестора, в которой акционеры стремятся отказаться от главной цели - максимизации стоимости компании и получают весь выигрыш в случае успеха.

Проводниками интересов акционеров становятся менеджеры, как правило, акционерами и назначенные. Искушение сыграть в подобную игру особенно велико тогда, когда состояние компании характеризуется высокой вероятностью банкротства. Акционеры фирм, осуществляющих займы, выигрывают, если деловой риск возрастает, но подобные решения снижают рыночную стоимость компании.

Вместе с тем благополучная компания в своей деятельности может перейти на более высокий уровень делового риска, используя средства, полученные в долг по умеренной ставке под относительно надежный инвестиционный проект, для осуществления вложений с большим риском.

Еще одним способом переноса риска является наращивание долга, когда обязательства компании не обеспечиваются в должной степени активами и превращаются из относительно надежных в рисковые. Потери капитала выпадают на долю кредиторов и оборачиваются приростом богатства для акционеров.

Существующий риск конфликта интересов объясняет присутствие практически во всех соглашениях о займах особых условий, защищающих интересы кредитора. Эти условия можно разделить на четыре категории.

- Первая категория. Ограничения на дополнительные займы, снижающие надежность существующего долга: покрытие долга и процентных выплат должны удовлетворять установленным требованиям.
- Вторая категория. Ограничения на дивиденды или аналогичные выплаты акционерам: как правило, росту выплат должен предшествовать рост доходов.
- Третья категория. Ограничения на сделки слияния и поглощения: покрытие долга активами в результате объединения компаний не должно опускаться ниже установленного минимума.
- Четвертая категория. Ограничения на крупные инвестиции, в том числе в другие компании, и ограничения на продажу активов.

Особым условиям присущи свои издержки, связанные главным образом с их влиянием на инвестиционные и хозяйственные решения. Ограничения кредитора сужают диапазон поиска инвестиционных возможностей с положительной чистой приведенной стоимостью и могут приводить к задержкам по ключевым направлениям стратегического развития. Кроме того, кредиторы несут дополнительные расходы, связанные с контролем выполнения особых условий, и компенсируют их за счет более высоких

процентных ставок. В конечном итоге расходы на осуществление такого контроля несут акционеры, а это негативно сказывается на рыночной стоимости компании.

Наиболее очевидный способ сократить издержки особых условий - ограничить займы уровнем, при котором долг компании может считаться надежным.

Асимметричность информации

Как правило, информация, которой владеют менеджеры, шире информации, которая доступна акционерам.

И если менеджерам не удается донести до инвесторов убедительные свидетельства положительной динамики ожидаемых доходов, акции компании будут недооценены. Недооцененность компании означает размывание стоимости доли акционера, так как для привлечения необходимого для реализации стратегии объема ресурсов потребуется размещение большего количества акций.

В условиях асимметричности информации изменения долговой нагрузки могут служить индикатором ожиданий менеджмента компании. Если на определенный период времени менеджеры лишены возможности продавать принадлежащие им акции и дополнительно покупать акции и если условиями контракта по найму предусмотрена серьезная материальная ответственность в случае банкротства компании, то увеличение доли долга в структуре финансирования можно трактовать как признак оптимистичной оценки ожидаемых результатов [6].

Структура финансирования

Проблема выбора структуры финансирования в значительной степени является проблемой маркетинга: компания стремится привлечь инвесторов с разными вкусами и благосостоянием, используя арсенал разнообразных финансовых инструментов.

Однако стоимость фирмы определяется ее реальными активами, а не ценными бумагами, которые она выпускает. Поэтому фактическим источником прироста стоимости за счет комбинации или комбинированных ценных бумаг могут быть только

снижение рисков и рост кредитоемкости компании, основанные на максимально полном соответствии характеристик денежных потоков активов характеристикам денежных потоков по обязательствам с учетом не только внутрифирменных факторов, но и внешних переменных, таких как процентные ставки, темпы инфляции, валютообменные курсы.

Соблюдение принципа соответствия в организации корпоративного финансирования и эффективное использование инструментов хеджирования [7] снижает риски, что в свою очередь снижает совокупные затраты на привлечение капитала и увеличивает стоимость компании.

Формирование оптимальной структуры капитала

Решения о выборе коэффициента долговой нагрузки можно рассматривать как поиск приближения к точке, в которой разность между налоговыми преимуществами займов и издержками левериджированной фирмы достигает максимума.

Точной формулы, с помощью которой можно было бы определить оптимальную структуру капитала, не существует, но любое разумное решение должно учитывать четыре аспекта проблемы.

- Объем налоговых платежей. Компания должна быть уверена в стабильном потоке прибылей на период обращения долговых обязательств, чтобы рассчитывать на достижение чистой экономии на налогах за счет займов. Если компания имеет мало шансов получать прибыли достаточные, чтобы воспользоваться преимуществами налоговой защиты процентных платежей, то результатом заимствований может стать отрицательная чистая экономия на налогах.
- Деловой риск. При прочих равных условиях вероятность возникновения финансовых трудностей и масштаб связанных с ними издержек выше для компаний с высоким деловым риском. Сочетание высокого делового и значительного финансового рисков является крайне неразумным, и на практике большинство рисковых проектов финансируется за счет собственного капитала.
- Качество активов. Издержки конфликта интересов и вероятность финансовых трудностей выше у тех компаний, стоимость которых в значительной мере зависит от перспектив роста или стоимости нематериальных активов. Любой кредитор прекрасно понимает, что земля и недвижимость - несравнимо более надежное обеспечение долга, чем зарегистрированный товарный знак или уникальные знания. Поэтому объем займов

фирм с повышенной долей рисковых нематериальных активов значительно меньше объемов займов фирм с большой долей надежных фиксированных активов.

- Доступность финансирования. В долгосрочной перспективе стоимость компании больше зависит от ее инвестиционных и производственных решений, нежели от ее решений по выбору источников финансирования. И, если компания имеет обширные перспективы инвестиций с положительными чистыми приведенными стоимостями, для нее важнейшее значение приобретает свободный доступ к источникам финансовых ресурсов.

Помимо сказанного, следует принять во внимание еще ряд моментов.

А именно: издержки, связанные с получением кредита, значительно ниже издержек, связанных с эмиссией и публичным размещением акций. Многие компании не могут позволить себе размещение акций, и заимствования становятся для них единственной альтернативой, позволяющей рассчитывать на рост бизнеса.

Кроме того, долг может оформляться на международном рынке капитала с целью хеджирования против изменения валютообменных курсов или как способ защиты от политического риска. Нельзя сбрасывать со счетов и макроэкономические тенденции. Как правило, в период снижения деловой активности высоколевериджированные фирмы уступают свою долю рынка конкурентам с консервативной структурой капитала [8].

- Оптимизация структуры капитала - это непрерывный процесс адаптации к изменениям экономической ситуации, налогового законодательства, сил конкуренции.
- Решение о выборе структуры капитала нельзя принимать изолированно. Оно должно быть частью обоснованной стратегии финансирования, в которой учитываются рыночная позиция компании, будущие инвестиционные возможности, ожидаемые денежные потоки, дивидендная политика и потребность в финансировании.
- Перспективные планы привлечения займов должны сопровождаться прогнозными оценками рисков, вероятных прибылей и качества баланса. Следует проанализировать возможность возникновения и пути выхода из ситуации, когда денежных средств, генерируемых действующими активами, не хватит для обслуживания и погашения долга.

. Что это такое?

Стратегия финансирования начинается с выбора компанией деловой стратегии, нацеленной на максимизацию ее рыночной стоимости. Стратегия реализуется через инвестиции, обеспечивающие движение в заданном направлении. Инвестиции требуют денег, а значит, решения по финансированию должны обеспечить привлечение необходимых ресурсов.

должна решать важнейшую задачу финансового менеджмента - обеспечение долгосрочного роста стоимости компании. Необходимый результат могут дать действия, которые по канонам классических корпоративных финансов могут вызвать негативную реакцию инвесторов. Это, например, сокращение и даже полный отказ от выплаты дивидендов или выкуп акций со значительной премией к рыночной цене.

Стратегия финансирования должна обеспечивать рост благосостояния акционеров. Оптимальная структура финансирования и обоснованное соотношение долга и собственного капитала минимизируют совокупную стоимость капитала компании, позволяя ей одновременно привлекать необходимые финансовые ресурсы и сохранять гибкость принятия финансовых решений.

Обязательной частью хорошо продуманной стратегии финансирования является политика дивидендных выплат и выкупа акций, в максимальной степени соответствующая интересам акционеров.

Необходимо отметить особо, что при уменьшении затрат на привлечение капитала стоимость компании возрастает только тогда, когда изменение финансового рычага не оказывает негативного влияния на операционный денежный поток. Если следствием (или условием) предоставления нового долга является снижение допустимого уровня риска и это приводит к последующему сокращению операционных денежных потоков, стоимость компании может снизиться даже при снижении стоимости капитала.

В такой ситуации следует вспомнить, что целью финансового управления является максимизация стоимости компании, а не минимизация затрат на капитал, и именно с этой позиции подойти к формированию структуры капитала.

Важной составляющей стратегии финансирования является проблема подготовки и адекватного доведения до инвесторов информации о текущем состоянии, тактических и стратегических планах организации, которая способна повлиять на кредитный рейтинг компании и ее рыночную стоимость.

Часто сознательный отказ от внешних источников финансирования становится причиной неоправданного ограничения темпов роста бизнеса. А это значит, что корпоративная стратегия финансирования должна соответствовать сложившемуся уровню риска деловых операций и обеспечить фонды, необходимые для реализации корпоративных планов развития. Она должна учитывать финансовые цели компании, ее потребности в финансовых ресурсах, дивидендную политику и конкурентную позицию.

Список литературы:

1. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? М.: Дело. 1999.

2. Myers S. C. The Search for Optimal Capital Structure / Financial Strategy Adding Stakeholder Value. Ed Rutterford J.: John Wiley and Sons, 1998.
3. Altman E. A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question // Journal of Finance, 1984. Vol. 39.
4. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics, 1976. Vol. 3.
5. Guedes J., Opler T. The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues // Journal of Finance, 1996. Vol. 51. December.
6. Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach // Bell Journal of Economics and Management Science. 1977.
7. Smithson C. W. Managing Financial Risk: A Guide to Derivative Products, Financial Engineering and Value Maximization: McGraw-Hill, 1998.