

**ЖИЯНОВА НАРГИЗА ЭСАНБОЕВНА,
УМАРОВА АЗИЗА ИЛЬХАМБАБАЕВНА**

ФИНАНСЫ БИЗНЕСА

Учебное пособие



Ташкент-2019 г.

МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН
ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ

Н.Э.ЖИЯНОВА. А.И. УМАРОВА

ФИНАНСЫ БИЗНЕСА

Для направления бакалавриата 5230600 – «Финансы»

Учебное пособие

Ташкент

“IQTISOD-MOLIYA”

2019

ВВЕДЕНИЕ

В условиях проводимых в стране экономических преобразований особую важность приобретают вопросы организации финансов бизнеса. Важность данного положения обусловлена тем, что финансы являясь стоимостной категорией, оказывают существенное влияние на все стадии воспроизводственного процесса. Именно на уровне субъектов бизнеса создается национальный доход, который в последующем перераспределяется в другие звенья экономики. Тем самым становится очевидна значимость изучения финансовых аспектов деятельности субъектов бизнеса.

Рассматриваются основы управления финансами и бухгалтерского учета, методы и практика инвестиционных и финансовых решений, вопросы управления рабочим капиталом, проведения корпоративной реструктуризации, а также другие аспекты финансовой политики, связанные с реализацией стратегических целей компании. Специальный раздел посвящен малому бизнесу. Теоретические положения иллюстрируются многочисленными примерами из практики британских и отечественных фирм.

В данном учебном пособии рассмотрены основы принятия финансовых решений в бизнесе, практические аспекты инвестиционной оценки в бизнесе, источники долгосрочного финансирования бизнеса, корпоративная реструктуризация (включая слияние и вычеты), финансирование стартапов и другие.

Дисциплина «Финансы бизнеса» является одной из важных дисциплин для рациональной организации, развития и совершенствования финансовых отношений субъектов бизнеса.

Целью изучения, анализа и исследования дисциплины является – выполнение требований высшего образовательного стандарта к профессиональной подготовке студентов, обучающихся по направлению бакалавриата 5230600 – «Финансы».

ГЛАВА 1. ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСЫ БИЗНЕСА

План

1.1 Роль финансов бизнеса

1.2 Финансы бизнеса и риск

1.3 Взаимосвязь финансов бизнеса и бухгалтерского учета

1.4 Компания с ограниченной ответственностью как форма организации бизнеса

1.5 Корпоративное управление и роль директоров

1.6 Долгосрочное финансирование компаний

1.7 Производные ценные бумаги (деривативы)

1.1 Роль финансов бизнеса

Компании вполне могут рассматриваться как инвестиционные организации или посредники. Это означает, что их роль заключается в том, чтобы привлечь и инвестировать средства рядовых граждан и других инвесторов. Обычно средства поступают от владельцев бизнеса (акционеров) и кредиторов по долгосрочным займам, а также — небольшая часть — в виде краткосрочных ссуд, предоставляемых банками (например, в форме овердрафта) и другими финансовыми институтами, или в виде товарного кредита.

Как правило, компании вкладывают деньги в **реальные активы (real assets)**, такие, как земля, здания, оборудование и товарные запасы, но могут также инвестировать в **финансовые активы (financial assets)**, включая предоставление займов другим компаниям и покупку их акций. На работу нанимают специальных людей, которые должны управлять инвестициями, т. е. делать все необходимое, чтобы обеспечить создание и продажу товаров и услуг, предоставлением которых занимается данный бизнес. Излишки, остающиеся после покрытия издержек на функционирование бизнеса — расходов по заработной плате, стоимости сырья и тому подобного, —

достаются инвесторам.

Особое значение для бизнеса имеют решения о видах и количестве привлекаемых финансовых ресурсов, а также о выборе инвестиций. Финансы бизнеса — это изучение того, как следует принимать финансовые и инвестиционные решения в теории и как этот процесс происходит на практике.

Сугубо практический предмет

Финансы бизнеса — предмет относительно молодой. До 1960-х гг. он в основном включал отчеты о принятых решениях и, по возможности, объяснение того, как эти решения принимались. В последнее время появились и были опробованы теории финансов бизнеса. На сегодняшний день данный предмет обладает серьезной теоретической основой, которая вполне выдерживает проверку жизнью. Другими словами, общепринятые теории, стремящиеся объяснить и предсказать фактические результаты в финансах бизнеса, в общем, достигают своей цели. Финансы бизнеса опираются на многие дисциплины. Принятие финансовых и инвестиционных решений тесно связано с некоторыми аспектами экономики, бухгалтерского учета, права, количественных методов и поведенческих наук.

Несмотря на то, что финансы бизнеса заимствуют в других дисциплинах то, что считают наиболее применимым, они тем не менее имеют свой собственный предмет. Финансы бизнеса жизненно важны для ведения бизнеса. Решения о финансировании и инвестировании представляют собой суть бизнеса и определяют его успех или провал.

Это связано с тем, что:

- такие решения часто подразумевают использование денежных сумм, размер которых является весьма значительным для данного бизнеса;
- приняв подобное решение, его нелегко изменить, поэтому обычно бизнес в долгосрочной перспективе привязан к определенному способу финансирования или типу инвестиций.

Хотя современная практика финансов бизнеса в значительной степени

опирается на рациональную теорию, мы должны понимать, что финансы бизнеса — сугубо практическая дисциплина, имеющая дело с реальным, практическим принятием решений.

1.2 Финансы бизнеса и риск

Любое принятие решений касается будущего. Лишь о нем мы можем принимать решения; как бы потом мы ни жалели, мы не в силах изменить прошлое. Принятие финансовых решений не является исключением из этого общего правила. О будущем с полной определенностью можно сказать лишь одно: мы не можем быть уверены в том, что именно произойдет. Иногда мы способны с уверенностью предсказать то, что случится, на основе ограниченного набора вариантов. Мы даже способны определить статистическую вероятность каждого из возможных исходов, но никогда не можем быть абсолютно уверены в будущем. Следовательно, **риск (risk)** является важным фактором в принятии любого финансового решения и должен тщательно учитываться во всех случаях. В финансах бизнеса, как и в других аспектах жизни, риск и доход связаны между собой. Интуитивно мы ожидаем, что зависимость между риском и доходом будет аналогична показанной на рис. 1.1.

Например, чтобы побудить людей вкладывать деньги, необходима минимальная ставка, однако люди требуют в качестве компенсации за риск, который они несут, повышенную ставку дохода — добавочную премию. Мы увидим в главе 7, когда будем рассматривать различные виды рыночных ценных бумаг, что фактически между уровнем предполагаемого риска и доходами, которые ожидают получить инвесторы, проявляется линейная зависимость, представленная на рис. 1.1. Многие в финансах бизнеса связано с достижением приемлемого соотношения между риском и доходом.

Рисунок 1.1

**Зависимость между
риском и доходом**

Там, где риск отсутствует, ожидаемый доход равен безрисковой ставке (*risk-free rate*). По мере возрастания риска предполагается увеличение премии за риск (*risk premium*) сверх безрисковой ставки.



1.3 Взаимосвязь финансов бизнеса и бухгалтерского учета

Финансы бизнеса и бухгалтерский учет (**accounting**) — не одно и то же. Бухгалтерский учет связан с ведением финансовой документации, регулярной подготовкой отчетов, составлением и анализом бухгалтерских балансов, а также с предоставлением информации менеджерам и — в той или иной мере — инвесторам и широкой общественности. Он должен обеспечить качество, информативность и своевременность предоставляемых данных. Очевидно, что люди, принимающие финансовые решения, как правило, будут в большой степени полагаться на финансовые отчеты и базу данных бухгалтерии. Изучение прошлой ситуации может быть хорошей подсказкой для принятия будущих решений. Таким образом, достоверная информация о прошлом бесценна. Однако роль финансового менеджера состоит не в предоставлении финансовой информации, а в принятии решений по финансовым вопросам.

В малом бизнесе, где требуется ограниченный набор управленческих умений, функции бухгалтера и финансового менеджера может выполнять один человек. В крупных компаниях они, скорее всего, будут осуществляться разными людьми или группами сотрудников. Неудивительно, что многие

(хотя и не все) финансовые менеджеры – бывшие бухгалтеры или имеют бухгалтерское образование. В связи с повышением роли предмета «финансы бизнеса» в учебных планах бизнес-школ и учреждений высшего образования в целом прослеживается тенденция к более глубокой специализации финансовых менеджеров.

1.4 Компания с ограниченной ответственностью как форма организации бизнеса

Обществом с ограниченной ответственностью признается учрежденное одним или несколькими лицами хозяйственное общество, уставный фонд (уставный капитал) которого разделен на доли определенных учредительными документами размеров. Участники общества с ограниченной ответственностью не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости внесенных ими вкладов.

Участники общества с ограниченной ответственностью, не полностью внесшие вклады, несут солидарную ответственность по его обязательствам в пределах стоимости неоплаченной части вклада каждого из участников общества.



За январь-февраль 2019 в Республике Узбекистан количество вновь созданных предприятий и организаций составило свыше 23,9тыс.ед., что на 13,2 тыс. ед. больше аналогичного периода прошлого года.

В результате количество действующих предприятий и организаций с начала года увеличилось на 51,0 тыс.ед. (17,4%) и составило 344,1 тыс.ед.

В нашей стране происходит ряд позитивных изменений, связанных с ускорением развития малого бизнеса и среднего бизнеса, в связи с чем создается благоприятная деловая среда. Важные решения принимаются в законодательстве в сфере государственной регистрации и учета субъектов предпринимательства, также улучшается автоматизированная система государственной регистрации. Все это является необходимым фактором для создания и развития частного бизнеса со стороны населения и иностранных инвесторов.

Число зарегистрированных предприятий и организаций (без фермерских и дехканских хозяйств) (по состоянию на 1 марта 2019г.)

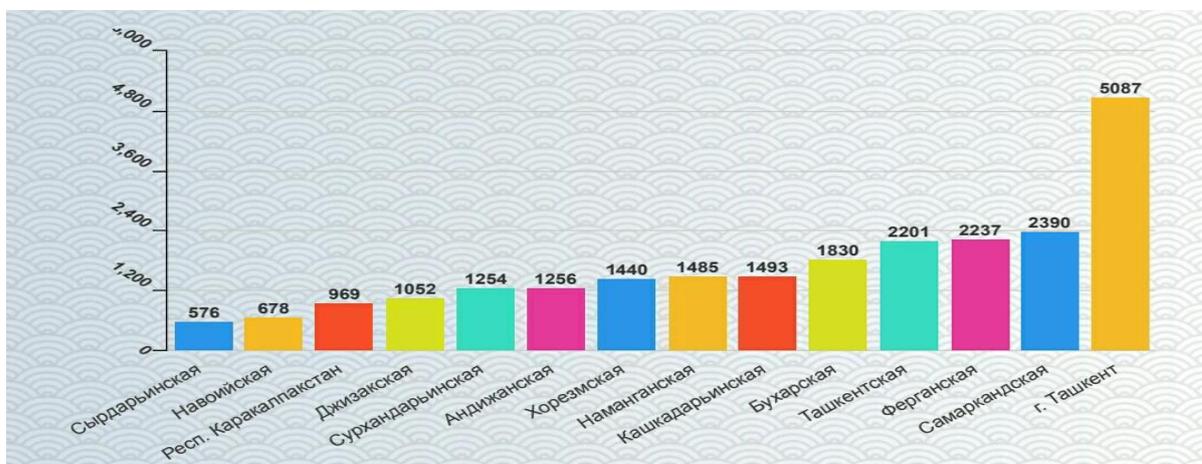


По состоянию на 1 марта 2019 года количество зарегистрированных предприятий и организаций составило 361,2 тыс. ед., что на 17,1% больше аналогичного периода прошлого года . По видам экономической деятельности их в сфере торговли приходится 23,8%, промышленности – 17,6%, строительства-9,0%, сельского, лесного и рыбного хозяйства-7,5%, услуг по проживанию и питанию-6,2% , перевозки и хранения- 4,0%, информации и связи-2,1%, здравоохранения предоставления социальных

¹ www.stat.uz

услуг-2,0%, в других сферах экономической деятельности-27,8%.

Количество вновь созданных предприятий и организаций в разрезе регионов, ед. (без фермерских и дехканских хозяйств)²



Наибольшая часть всего количества вновь созданных предприятий и организаций приходится на город Ташкент (5087 ед.), Ташкентскую (2201 ед.), Самаркандскую (2390 ед.) и Ферганскую (2237 ед.) области. В отличие от этого, Сырдарьинская (576 ед.), Навоинская (678 ед.) и Джиззакская (1052 ед.) области продемонстрировали низкий уровень их создания.



Общество с ограниченной ответственностью (ООО) сочетает преиму-

² www.stat.uz

щества товарищества и ограниченную ответственность. Поэтому ООО получили широкое распространение в Узбекистане. Но эта форма имеет ряд недостатков.

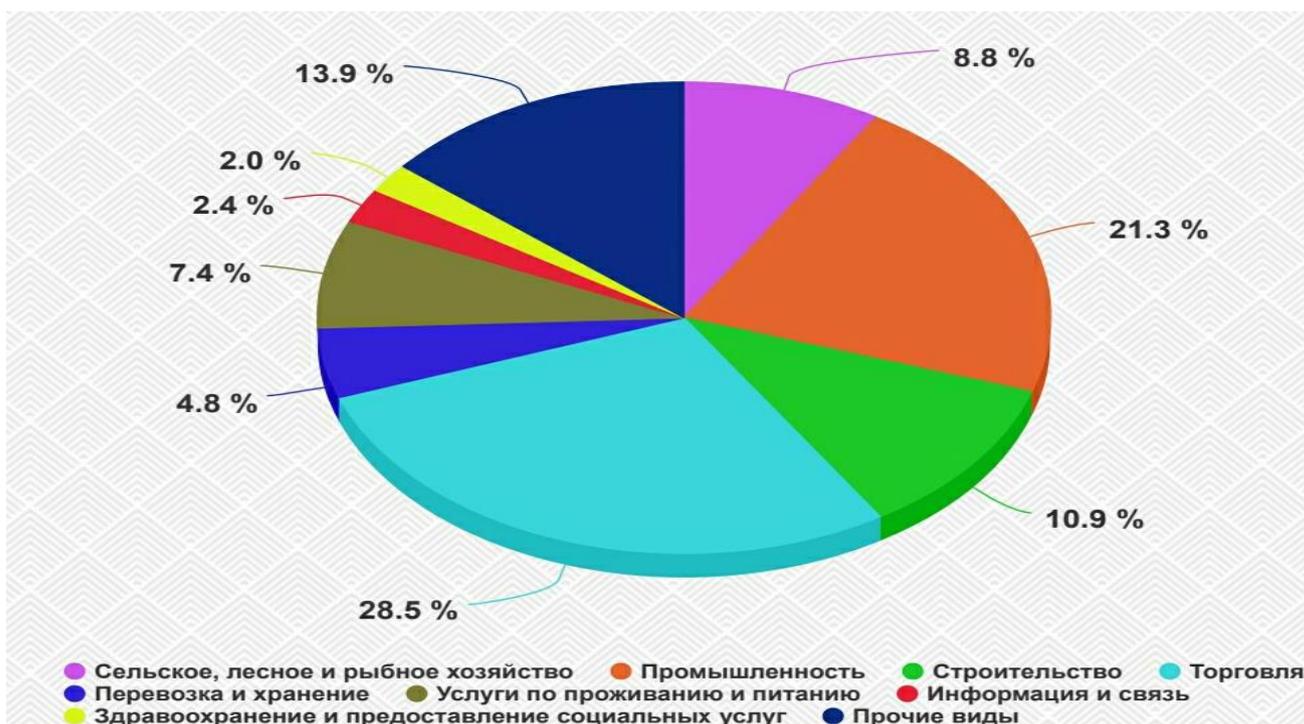
Конфликты — одна из главных причин распада хозяйственных товариществ и обществ. Такая форма организации бизнеса как ООО ограничивает свободу действий совладельцев, управление становится менее гибким, возможна утечка информации. Кроме того, совладельцам надо делиться прибылью. Размеры фирмы ограничены, возможности роста невелики.

Количество действующих коммерческих предприятий согласно Классификатору организационно-правовых форм, ед.³



³ www.stat.uz

Доля действующих малых предприятий и микрофирм по видам экономической деятельности⁴



Доля вновь созданных малых предприятий и микрофирм в разрезе экономической деятельности.⁵



Если рассматривать их количество по видам экономической

⁴ www.stat.uz

⁵ www.stat.uz

деятельности, то наибольшая часть приходится на торговлю-11113 ед., промышленность-4614 ед., строительство-2022 ед., сельское, лесное и рыбное хозяйство-1215 ед. Наименьшее их число выпадает на здравоохранения и предоставления социальных услуг-199 ед., информацию и связь-268 ед, а также на перевозку и хранение-646 ед.

Рассмотренные формы организации относятся к малому бизнесу, который позволяет решать крупные народнохозяйственные задачи и имеет ряд преимуществ:

- малые предприятия способны быстро приспосабливаться к спросу, учитывать индивидуальные вкусы и предпочтения потребителей;
- они помогают решать проблему занятости;
- «рисковые» малые предприятия содействуют развитию научно-технического прогресса, поставляют отдельные детали и полуфабрикаты крупным фирмам.

Независимо от того, рассматриваем ли мы крупную или малую фирму, в сущности, почти все они будут компаниями с ограниченной ответственностью (limited company). в Узбекистане существуют фирмы (и их достаточно много), которые не являются компаниями с ограниченной ответственностью. Однако в большинстве случаев такие фирмы очень малы (состоят из одного или двух человек) или предоставляют высокоспециализированные профессиональные услуги, такие, как адвокатская защита или бухгалтерский учет.

Поскольку в частном секторе Узбекистана преобладают компании с ограниченной ответственностью, мы будем обсуждать финансы бизнеса именно в этом контексте. Однако принципы организации финансов бизнеса, перечисленные в книге, относятся в равной степени ко всем компаниям, независимо от их юридического статуса.

В частном секторе практически всех стран мира доминируют фирмы, близкие по своей природе компаниям с ограниченной ответственностью, действующим в Узбекистане. Теперь мы кратко рассмотрим правовую и

административную среду, в которой действуют компании с ограниченной ответственностью. Цель этого рассмотрения — отнюдь не детальное изучение компаний с ограниченной ответственностью, а лишь выделение наиболее значимых моментов. Гораздо важнее объяснить в общих чертах те аспекты, которые связаны с финансами бизнеса. Отсутствие общего понимания этих аспектов может усложнить нам жизнь при изучении последующих глав.

Что такое компания с ограниченной ответственностью?

Компания с ограниченной ответственностью — это искусственно созданное юридическое лицо, которое на основании закона отделено от всех других лиц, включая тех, кто им владеет и управляет. Компания с ограниченной ответственностью вполне может подать в суд, например, при нарушении контракта, на любое другое лицо, в том числе и на то, которое владеет и управляет ею. Время от времени происходят судебные разбирательства между компаниями с ограниченной ответственностью и их владельцами или менеджерами. Понятно, что юридическое лицо может функционировать только посредством вмешательства людей. Контролируют компанию, в конечном счете, ее собственники, каждый из которых владеет одной или несколькими долями или акциями (shares/ equities) в ее уставном или акционерном капитале.

Ограниченная ответственность

Одним из следствий особого положения компании, обладающей собственным юридическим лицом, является то, что финансовая ответственность собственников (акционеров) (owners/shareholders) ограничена суммой, которую они заплатили (или дали обещание заплатить) за свои акции. Если компания оказывается неплатежеспособной (т. е. ее финансовые обязательства превышают стоимость ее активов), то ее ответственность ограничивается только суммой активов, как и в случае с любым физическим лицом. Компанию могут обязать распродать все свои активы с целью погашения обязательств, но не более того. Владельцев нельзя

заставить внести дополнительные средства, потому что они юридически отделены от компании.

Примером действия ограниченной ответственности может служить крах компании **ITV Digital plc**, произошедший в 2002 г. Компания была образована в виде совместного предприятия медийными фирмами **Carlton** и **Granada**. ITV Digital обанкротилась в результате того, что часть публики не желала становиться ее абонентами. Когда это произошло, акционеры компании Carlton и Granada смогли игнорировать требования кредиторов, главным образом клубов Национальной футбольной лиги (членов трех верхних дивизионов, предшествующих премьер-лиге), с которой ITV Digital имела контракт. Это стало возможным благодаря самостоятельному правовому статусу компании ITV Digital.

При этом положение акционера не зависит от того, были ли акции приобретены путем участия в первоначальном размещении или в результате выкупа у акционера, пожелавшего их продать.⁶

Переход права собственности

Так как компания является независимым юридическим лицом, ее деятельность напрямую не отождествляется с ее акционерами. Следовательно, возможно перераспределение акций путем продажи, покупки или дарения. Таким образом, уставный или акционерный капитал может частично либо даже полностью перейти к другому лицу, что не обязательно как-либо повлияет на деятельность компании. Теоретически благодаря тому, что компания может продолжать существовать независимо от того, кто именно является ее акционерами в конкретный момент времени, ее жизненный цикл может быть бессрочным — в отличие от жизни людей, ею владеющих.

Создание компании с ограниченной ответственностью

По существу, при создании компании в Узбекистане необходимо подать заявку в государственное учреждение «Регистратор компаний»

⁶ На вторичном рынке. — Примеч. ред.

(Registrar of Companies), входящее в состав Министерства торговли и промышленности. К заявке должен прилагаться ряд документов, важнейшим из которых является предполагаемый свод правил, или регламент компании, определяющий, как ею будут управлять. Эти правила содержатся в двух документах, известных как учредительный договор (Memorandum of Association) и устав компании (Articles of Association).

Как только компанию формально регистрируют, вся документация становится открытой. Досье компании хранится в Регистрационной палате (Companies House) в г. Кардиффе и пополняется различными документами; оно постоянно доступно для просмотра любому лицу, желающему с ним ознакомиться.

Отличительный знак компаний

Компании с ограниченной ответственностью обязаны во всех официальных документах после своего названия употреблять слова Limited (Ltd) [«ограниченная»] или Public Limited Company (plc) [«открытая акционерная компания с ограниченной ответственностью»], чтобы предупредить партнеров компании о том, что ответственность ее членов ограничена.

Слово Limited используется частными компаниями с ограниченной ответственностью. Обычно это небольшие семейные предприятия, обладающие рядом прав по ограничению смены владельца акций. Открытые акционерные компании — это чаще всего более крупные компании с большим числом акционеров.

Акционеры и директора

Акционеры, или, как их обычно называют, члены компании, являются ее владельцами: им достаются прибыль и доходы, а убытки возлагаются на них в пределах стоимости внесенных ими вкладов в капитал компании. Акционер не обязан быть владельцем акций первичного выпуска, т. е. тем, кто первым получил акции в собственность. Перемещение акций путем продажи или дарения (включая наследование после смерти) приводит к тому,

что акции переходят к другим владельцам. По ряду веских практических причин акционеры передают повседневное управление компанией директорам (directors). Директора могут владеть или не владеть акциями компании. Акционеры выбирают директоров способом, во многом похожим на выборы гражданами членов парламента при парламентской демократии. Они также могут не переизбрать их на следующий срок, если посчитают, что директора неудовлетворительно справляются со своими обязанностями. Обычно из компаний ежегодно увольняется треть директоров, причем зачастую многие из них предлагают свою кандидатуру для переизбрания. Как правило, каждый акционер обладает правом одного голоса за каждую акцию, которой он владеет. В компаниях с большим числом акционеров лицо, обладающее значительным количеством акций, даже если это и не контрольный пакет, может иметь огромное влияние. Совет директоров (board of directors) представляет собой высший уровень руководства компанией, поэтому тот, кто имеет достаточное количество акций, чтобы контролировать его состав, по сути дела, способен контролировать компанию.

Подотчетность директоров

Закон обязывает директоров ежегодно отчитываться перед акционерами и отчасти перед широкой общественностью о результатах коммерческой деятельности и финансовом положении компании. Каждый год директора обязаны подготовить самостоятельно (или поручить кому-то составить) отчет для акционеров. Необходимый минимум требований к содержанию отчета приведен в Международных стандартах финансовой отчетности (International Accounting Standards), которые в Узбекистане имеют статус закона. На практике минимальный объем необходимой информации часто превышает. В основном он состоит из отчета о прибылях и убытках (profit and loss account), баланса активов и пассивов (balance sheet) и отчета о движении денежных средств (cash flow statement). Эти финансовые документы являются предметом аудита независимой аудиторской компании, чья основная задача состоит в том, чтобы дать свою

оценку правдивости и объективности данных, содержащихся в финансовой документации. Аудиторское заключение прилагается к ежегодному отчету.

Копия отчета (включая финансовую документацию) должна быть направлена каждому акционеру, а также представлена в Регистратор компаний для включения в досье компании, хранящееся в Кардиффе. Эти документы компании должны быть доступны для просмотра любому, кто пожелает с ними ознакомиться. Кроме того, на практике крупные компании рассылают экземпляры отчета финансовым аналитикам и журналистам. Обычно они также высылают экземпляры по просьбе любого лица. Фактически все ведущие компании размещают ежегодный отчет на своем веб-сайте.

Ежегодный отчет (annual report) — это основной, но не единственный источник информации о развитии компании для заинтересованных сторон, включая реальных и потенциальных акционеров. Компании, чьи акции котируются (т. е. могут покупаться и продаваться) на бирже, обязаны по правилам биржи раз в полгода публиковать краткие финансовые отчеты (которые также обычно доступны на веб-сайтах компаний). На практике большинство крупных компаний время от времени публикуют дополнительную информацию о своей деятельности, не включенную в годовые или полугодовые отчеты.

1.5 Корпоративное управление и роль директоров

В последнее время вопрос о корпоративном управлении вызывает множество споров. Термин **«корпоративное управление» (corporate governance)** используется для обозначения способа управления компанией и контроля над ней. Вопрос корпоративного управления очень важен, потому что вне зависимости от размера компании владельцы (акционеры) обычно не осуществляют ежедневный контроль за ее деятельностью. Акционеры нанимают директоров, чтобы те управляли компанией в их интересах. Учитывая такое положение вещей, разумно предположить, что решения директоров будут определяться высшими интересами акционеров. Тем не

менее на практике это не всегда так. Порой директора заботятся в первую очередь о собственных интересах, например, об увеличении заработной платы или о дополнительных льготах (дорогие автомобили, зарубежные поездки и др.) и повышении гарантий занятости и статуса. В результате может возникнуть конфликт между интересами акционеров и директоров.

Когда директора руководствуются собственными интересами за счет акционеров, это, безусловно, становится проблемой для акционеров. Однако это может стать проблемой и для общества в целом. Если у акционеров возникнет подозрение, что их средствами плохо управляют, они будут неохотно вкладывать свои деньги. Недостаток капитала будет означать, что количество возможных инвестиций сократится, а стоимость денежных средств возрастет, потому что компании будут конкурировать за доступный капитал. Таким образом, недостаточная забота об акционерах может оказать сильное воздействие на функционирование экономики. Чтобы избежать подобных проблем, большинство стран с высококонкурентной рыночной экономикой создают систему правил, позволяющих отслеживать и контролировать поведение директоров.

Эти правила обычно основаны на трех основополагающих принципах.

- Раскрытие информации (Disclosure). Лежит в основе хорошего корпоративного управления. В докладе Организации экономического сотрудничества и развития (OECD 1998) выделены следующие преимущества раскрытия информации о компаниях:

- «Адекватная и своевременная информация о корпоративной деятельности дает инвесторам возможность принимать обоснованные решения о продаже или покупке акций и тем самым помогает рынку отражать ценность компании при существующей системе управления. Если рынок решит, что система управления неэффективна, то снижение цены акций подтвердит провал системы управления и создаст возможности для ее изменения».

- Подотчетность (Accountability). Включает в себя определение роли и

обязанностей директоров и обеспечение адекватного процесса мониторинга. Корпоративное право Узбекистана требует, чтобы директора компаний действовали исходя из интересов акционеров. Это означает, что они, в частности, не должны пытаться использовать свою должность и свои знания для получения выгоды за счет акционеров. Закон также требует, чтобы ежегодные отчеты крупных компаний проходили независимый аудит. Цель независимого аудита – повысить доверие к финансовой отчетности, подготавливаемой директорами.

- Честность (Fairness). Директора не должны получать выгоду от владения внутренней («инсайдерской») информацией, недоступной для акционеров. В результате и закон, и Лондонская фондовая биржа ограничивают возможность директоров совершать сделки с акциями компании. Примером такого ограничения служит то, что директора не могут покупать или продавать акции непосредственно перед оглашением годовых результатов деятельности компании или перед сообщением о важном событии, таком, как запланированное слияние или уход исполнительного директора.

Ужесточение системы правил

За последние годы значительно увеличилось количество правил, разработанных для защиты акционеров. Это реакция на недостатки процедур корпоративного управления, выявившиеся в результате получивших широкую огласку банкротств и афер в компаниях, чрезмерное увеличение заработной платы директоров и факты искажения ряда финансовых отчетов с целью обмана акционеров. Несмотря на это, некоторые считают, что акционеры обязаны взять на себя часть вины за допущенные недостатки. Не все акционеры крупных компаний — частные лица, владеющие несколькими акциями. Фактически 80% акций (по их рыночной стоимости), котирующихся на Лондонской фондовой бирже, принадлежат «инвестиционным институтам», в том числе страховым компаниям и пенсионным фондам. Часто это крупные организации, владеющие большим

количеством акций компаний, в которые они вкладывают средства. Институциональные инвесторы нанимают специализированный штат для управления своими инвестиционными портфелями. Однако часто утверждают, что эти крупные институциональные акционеры (institutional shareholders), несмотря на их размер и относительную компетентность, принимают не очень активное участие в вопросах корпоративного управления и, как следствие, слабо контролируют директоров. Тем не менее ситуация меняется.

Кодексы норм и правил (Codes of practice)

В течение 1990-х гг. профессиональным сообществом бухгалтеров и Лондонской фондовой биржей была сделана реальная попытка обратиться к обозначенным выше проблемам. В 1992 г. был разработан кодекс передовой практики корпоративного управления. Он посвящался вопросам обеспечения подотчетности и подготовки финансовой документации. В 1995 г. был принят специальный кодекс норм и правил, касающийся оплаты и условий труда директоров. Оба документа были исправлены, доработаны и объединены в **Комбинированный кодекс (Combined Code)**, принятый в 1998 г. В 2003 г. Комбинированный кодекс был переработан согласно рекомендациям Доклада Хиггса (Higgs Report). В основном эти рекомендации касались полномочий председателя компании («старшего директора» — senior director) и других директоров. Особое внимание было уделено полномочиям «не исполнительных» директоров (non-executive directors), т. е. таких, которые заняты в компании неполный рабочий день, но действуют исключительно в роли директора в отличие от «исполнительных» директоров (executive directors), которые являются наемными работниками. Например, финансовый директор в большинстве крупных компаний — это наемный работник на полной ставке. Он является членом совета директоров и в этом качестве участвует в принятии советом ключевых решений. В то же время он несет ответственность за текущее управление отделами компании в соответствии с решениями совета директоров по финансовым вопросам.

Согласно точке зрения, отраженной в Комбинированном кодексе 2003 г., исполнительные директора порой слишком тесно вовлечены в повседневный процесс управления компанией, что мешает им смотреть на вещи шире. Также в кодексе отмечается, что у исполнительных директоров может возникать конфликт их личных интересов и интересов акционеров. Потенциальное преимущество «не исполнительных» директоров состоит в том, что они более независимы от компании, чем исполнительные директора. «Не исполнительные» директора получают от компании вознаграждение за свою работу, однако обычно оно составляет лишь малую часть их дохода. Это дает им независимость, которой могут не обладать исполнительные директора. Неисполнительные директора часто занимают высшие управленческие должности в других компаниях или обладают большим опытом работы в данном качестве.

Комбинированные кодексы 1998 и 2003 гг. получили поддержку Лондонской фондовой биржи. Таким образом, можно предполагать, что компании, прошедшие листинг на Лондонской фондовой бирже, будут соблюдать требования Кодекса; в противном случае им придется серьезно обосновать свое решение перед акционерами. Нарушение этих условий может привести к приостановке торговли акциями компании на бирже. Это важная мера в борьбе против недобросовестных директоров.

Пример совершенствования корпоративного управления

Английские футбольные клубы уже давно подвергаются критике за недостатки корпоративного управления, связанные с выплатой компенсаций за переход игроков. В целом создается впечатление, что в этой сфере не хватает прозрачности, особенно в отношении выплат агентам игроков. В своем ежегодном отчете за 2004 г., вышедшем под заголовком «Корпоративное управление: сделки о переходе игроков», компания «Манчестер юнайтед» (Manchester United plc) сообщает: «В течение года совет директоров проанализировал процессы, связанные с переходом игроков и проведением переговоров об их заработной плате (...). Мы повысили

открытость процедуры перехода игроков и стремимся внедрить в нашей отрасли новые стандарты прозрачности затрат».

Ликвидация

Компания с ограниченной ответственностью не умирает вместе со своими акционерами, потому что она существует независимо от них. Единственным способом прекратить деятельность компании является выполнение установленных законом действий по ее ликвидации.

Ликвидация (liquidation) включает назначение ликвидатора, который реализует активы компании, чтобы удовлетворить требования кредиторов и формально завершить ее деятельность.

Предложение о ликвидации компании обычно выдвигают следующие группы:

- акционеры — иногда в связи с тем, что цель, для которой создавалась компания, достигнута; или

- кредиторы компании, (в том числе банки и товарные кредиторы, или поставщики) в случае, когда компания не может расплатиться с долгами. В этих обстоятельствах целью становится прекращение деятельности компании, распродажа ее неденежных активов и использование вырученной суммы для удовлетворения (возможно, частичного) требований кредиторов. Иногда в повседневной речи этот тип ликвидации называется **банк-ротством (bankruptcy)**.

Порядок удовлетворения требований

Независимо от того, какой тип ликвидации применяется, ликвидатор после продажи всех неденежных активов должен уделить особое внимание порядку удовлетворения требований. В общих чертах существует следующий порядок:

1. Обеспеченные кредиторы (кредиторы по обеспеченным долгам). В случае, когда долг обеспечен конкретным активом или группой активов, для погашения требования используется сумма, вырученная от продажи этих активов. Если вырученной суммы недостаточно, обеспеченные кредиторы

(secured creditors) по недостающей сумме присоединяются к необеспеченным кредиторам (insecured creditors). Если вырученная сумма превышает сумму требований по обеспеченным кредитам, излишек уходит в фонд, доступный для необеспеченных кредиторов.

2. Необеспеченные кредиторы. В эту группу обычно входит большинство партнеров компании, предоставивших отсрочку платежа (торговые кредиторы, поставщики сырья и материалов). Также в эту группу включаются все другие кредиторы, ссуды которых не обеспечены.

На практике еще до требований кредиторов по обеспеченным долгам удовлетворяются требования кредиторов, имеющих привилегированные права. Среди них Управление налоговых сборов [Inland Revenue] (в случае, если компания имеет задолженность по корпоративному налогу) и работники компании, в отношении которых имеется задолженность по заработной плате.

Выплаты акционерам производятся только после полного погашения задолженности перед кредиторами. На каждую обыкновенную акцию выплачивается равная часть средств, оставшихся после выплат кредиторам и владельцам привилегированных акций.

Там, где не хватает денежных средств для удовлетворения всех требований, порядок погашения задолженности перед кредиторами предусматривает небольшие исключения, связанные с последовательностью удовлетворения претензий. В этом случае удовлетворение требований каждого последующего класса кредиторов может начаться не ранее, чем будут полностью удовлетворены требования предыдущего класса.

Хотя эта краткая справка о регулировании деятельности компании составлена исходя из условий Узбекистана, фактически все мировые экономики, в которых действует система свободного предпринимательства, имеют схожие законы, регулирующие организацию бизнеса.

1.6 Долгосрочное финансирование компаний

Большая часть привлекаемых компанией финансовых ресурсов — а в

некоторых случаях, например, в компании **Next plc** (розничная торговля), весь их объем предоставляется акционерами. Многие компании имеют акции разных классов. Кроме того, большинство компаний заимствует деньги на долгосрочной основе. (Многие получают кредит также и на краткосрочной основе.) В последующих разделах мы рассмотрим, как и почему компании выпускают более одного типа акций и берут деньги в долг; в этом же разделе мы продолжим краткое знакомство с долгосрочными корпоративными финансовыми ресурсами.

Обыкновенные акции

Обыкновенные акции (ordinary shares) выпускаются для инвесторов, готовых подвергать себя риску и в то же время готовых надеяться на высокую отдачу от своих инвестиционных вложений, о которых здравый смысл и практический опыт, с которым мы познакомимся ниже в этой книге, говорят нам, что они связаны с риском. Обыкновенные акции часто называют просто акциями (equities). Обычной практикой компаний является выплата акционерам части полученной прибыли после уплаты налогов в виде наличных дивидендов (dividends). Сумма, которую получает каждый акционер, прямо связана с количеством акций, которыми он владеет. Размер дивидендов в каждом конкретном году определяется по усмотрению директоров.

Дивиденды часто рассматриваются как вознаграждение акционерам аналогично тому, как выплату процентов по кредитам мы воспринимаем в качестве вознаграждения кредиторам. Впрочем, такая интерпретация сущности дивидендов вызывает сомнения. Все доходы компании, независимо от того, выплачены ли они в виде дивидендов или реинвестированы в производство, принадлежат акционерам. Если ранее полученная прибыль реинвестируется, это должно привести к повышению стоимости акций. Такое повышение может быть искусно реализовано акционерами, продающими свои акции. Вопрос, выгодно ли для акционеров реинвестирование прибыли в той же мере, что и выплата им дивидендов из соответствующих фондов,

остаётся предметом жарких споров.

Как мы видели, если компания ликвидируется, то каждый владелец обыкновенной акции получает причитающуюся ему часть денежных средств, оставшихся после полного удовлетворения всех других законных требований.

В случае, когда акции переходят от одного инвестора к другому, нет никакого смысла требовать за них цену, по которой они были размещены первоначально (original issue price), или их номинальную стоимость (nominal или par value). Представление о стоимости акций каждой конкретной компании будет изменяться сообразно прогнозу экономических обстоятельств; таким образом, цена акции будет постоянно колебаться.

Следует отметить, что акционер, продающий акции той или иной компании за некоторую конкретную цену, не оказывает прямого финансового воздействия на эту компанию. Просто компания в будущем будет выплачивать дивиденды и предоставлять право голоса новому акционеру.

Правом голоса в компании обладают владельцы обыкновенных акций. Таким образом, именно они контролируют компанию. Обыкновенные акции предоставляют их владельцам равные права на получение дивидендов и выплат при ликвидации компании, а также на участие в голосовании. Две акции дают ровно в два раза больше прав, чем одна. Закон запрещает директорам устанавливать различия между правами отдельных акционеров, кроме тех, которые основаны на владении большим количеством акций (при условии владения акциями одного класса). Мисс X, владеющая 100 акциями в компании Z plc, должна иметь равные права с мистером Y, владеющим таким же количеством акций в той же компании. Фондовая биржа и другие добровольные организации также пытаются содействовать поддержанию такого равенства.

Привилегированные акции

Привилегированные акции (preference shares) представляют собой

элемент сопряженных с риском вложений в компанию, хотя обычно они дают их владельцам право первыми получать любой выплачиваемый дивиденд. Для каждой привилегированной акции существует лимит выплаты дивидендов, который обычно определяется в процентах к номинальной стоимости акции. Дивиденды по привилегированным акциям обычно выплачиваются полностью.

Привилегированные акции обеспечивают более гарантированный доход, чем обыкновенные акции, потому что последние отнюдь не гарантируют какого-либо дохода вообще. Привилегированные акции обычно не дают права голоса; кроме того, они не обладают привилегиями при получении компенсационных выплат в случае ликвидации компании, как это имеет место при выплате дивидендов, хотя в некоторых компаниях предусмотрено иное.

Привилегированные акции многих компаний котируются на рынке ценных бумаг. Как и в случае с обыкновенными акциями, цена на привилегированные акции будет изменяться в зависимости от восприятия перспектив инвесторами. Как правило, цена привилегированных акций менее изменчива, чем цена простых акций, так как дивидендные выплаты по ним более стабильны и обычно имеют более высокий размер. Для большинства компаний привилегированные акции не являются основным источником финансирования.

Ссуды

Большинство компаний заимствует средства на долгосрочной, а иногда и на постоянной основе. Кредиторы вступают в контрактные отношения с компанией, оговаривая процентную ставку (*rate of interest*), дату выплаты ссуды, дату ее погашения и сумму; все это является условиями контракта. Многие кредиторы, предоставляющие долгосрочные ссуды, требуют гораздо большего гарантийного обеспечения, чем на то у них есть право в соответствии с законодательством. Обычно они настаивают на том, чтобы основная сумма, а иногда и проценты были обеспечены каким-либо активом

компании-заемщика, часто земель. Такая гарантия дает кредиторам право завладеть активами и продать их для погашения своих требований в случае, если выплата основной суммы или процентов просрочена. Облигации/долговые расписки (loan stocks/debentures) многих компаний продаются и покупаются на рынке капитала.

Таким образом, у некоторой компании, которой компания X (X plc) должна 100 ф. ст., появляется возможность продать этот долг другому инвестору, который с момента покупки имеет право получать проценты, а в конце срока — право на погашение основной суммы долга. Подобного рода платежи и даты оговариваются в контракте, поэтому по ним возникает меньше разногласий, чем в связи с выплатами дивидендов по акциям, особенно если ссуды обеспечены. По этой причине рыночная стоимость облигаций колеблется даже меньше, чем цена привилегированных акций. Соотношение между источниками капитала с гарантированным доходом (привилегированные акции и кредиты) и акционерным капиталом в структуре долгосрочных обязательств обычно называют **капитальным** или **финансовым левереджем**⁷ (в Узбекистане— **capital/financial gearing**, в США — **leverage**). В главе 11 мы рассмотрим причины, по которым компании используют механизм финансового левереджа.

В общих чертах можно сказать, что компании обладают широким спектром возможностей выпускать и выкупать обыкновенные акции, привилегированные акции и облигации. Там, где был произведен выкуп акций, директора обязаны предпринять необходимые шаги, чтобы гарантировать кредиторам сохранение их позиций, которым может угрожать то, что значительные суммы активов перейдут к акционерам.

1.7 Производные ценные бумаги (деривативы)

Последствием активного развития финансов бизнеса и других сфер корпоративного менеджмента стало, начиная примерно с 1980-х гг.,

⁷ В ряде публикаций термин gearing/leverage переводится как «финансовый рычаг». — *Примеч. ред.*

использование производных ценных бумаг – **деривативов (derivatives)**. Деривативы — это активы или обязательства, стоимость которых зависит от некоего актива, лежащего в их основе. В принципе предметом дериватива может стать любой актив. На практике же в качестве базы для деривативов обычно выступают сырьевые товары (commodities), например, кофе, зерно, медь, и финансовые инструменты (financial instruments), например, акции компаний, ссуды, иностранная валюта.

Простым примером дериватива является **опцион (option)**, который позволяет покупать или продавать определенные активы в назначенный день или в течение оговоренного периода (периода исполнения опциона) по установленной цене (цене исполнения). К примеру, компания — экспортер товаров в Великобританию, которая совершила сделку в евро и ожидает, что платежи поступят через два месяца, может купить опцион, позволяющий обменять евро на фунты стерлингов по сегодняшней цене; однако сумма в евро не поступит до тех пор, пока через два месяца от покупателя не придет подтверждение о перечислении денег. Следует отметить, что опцион — это право продать, но не обязательство. Так, если курс фунта стерлингов к евро через два месяца будет выше цены исполнения, обозначенной в контракте опциона, экспортер проигнорирует опцион и обменяет евро на фунты стерлингов на открытом рынке. В таком случае опцион бесполезен.

С другой стороны, если курс фунта стерлингов к евро будет ниже цены исполнения опциона, экспортер использует свой опцион и продаст евро продавцу опциона согласно условиям контракта. В этом случае опцион имеет ценность: он позволяет получить разницу между суммой, которую экспортер получит по условиям контракта, и суммой, рассчитанной по текущему рыночному курсу фунта стерлингов к евро на дату исполнения.

Почему экспортер захочет заключить подобный контракт? Кто продаст ему опцион и почему? Компании Узбекистана, имеющие задолженность в иностранной валюте, подвергаются риску. Курс валюты может колебаться в зависимости от спроса и предложения. Заключение опционного контракта

устраняет риск, как это показано на примере компании-экспортера. Фактически в опционе риск принимает на себя другая сторона (контрагент). Это тот же принцип, что и при страховании. Когда мы платим страховой взнос, чтобы застраховать часть нашей собственности от кражи, мы платим контрагенту (страховой компании), чтобы он взял на себя риск. Если предмет не украден, мы не предъявляем требований; если курс фунта стерлингов к евро изменится так, что станет выше цены исполнения опциона, экспортер не воспользуется опционом. В обоих случаях за то, что риск передается другому лицу, уплачивается определенная сумма.

Экспортер не обязан перекладывать риск на другое лицо; он может сам нести риск и сэкономить стоимость покупки опциона. Это коммерческое решение. Продавцом валютных опционов (контрагентом) может быть маклер валютной биржи или компания, предоставляющая валютные опционы. Такие компании заключают опционные контракты, потому что это дает коммерческую выгоду: с учетом возможных колебаний курса фунта стерлингов к евро в период между датой заключения контракта и датой его исполнения назначается такая цена опциона, которая способна обеспечить достаточный доход. Это та же позиция, которую занимает страховая компания, когда определяет размер страховой премии.

С передачей риска связаны многие, но не все виды деривативов. Производные ценные бумаги распространены во многих сферах финансов бизнеса, и мы будем рассматривать различные типы деривативов в рамках других тем в последующих главах книги.

По данным проведенного в 1997 г. анкетирования крупных компаний Узбекистана, 60% из них в той или иной мере использует производные ценные бумаги

(Mallin, Ow-yong, and Reynolds 2001). Малый бизнес в меньшей степени склонен использовать деривативы, чем крупный.

Контрольные вопросы

1. Чем можно объяснить популярность в Узбекистане организационно

правовой формы компании с ограниченной ответственностью?

2. Сравните положение компании с ограниченной ответственностью и положение физического лица в отношении долговых обязательств.

3. Чем отличается позиция акционера в компании с ограниченной ответственностью от позиции индивидуального предпринимателя?

4. Согласны ли Вы с утверждением «Привилегированные акции и облигации это в значительной степени одно и то же»?

5. Почему многие инвестиционные и финансовые решения столь важны для бизнеса?

6. Как связаны между собой риск и доход в теории и на практике?

ГЛАВА 2. ОСНОВЫ ПРИНЯТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ

План:

2.1 Принятие финансовых решений

2.2. Цели бизнеса

2.3 Конфликт интересов: акционеры против менеджеров. Проблема агентских отношений

2.4 Финансирование, инвестирование и независимость

2.5 Теория и практика

Как и любая другая сфера принятия решений, финансовые решения предполагают выбор из двух или более направлений действий. Если существует только одно возможное направление, никакого решения принимать не нужно. Часто одним из доступных вариантов является сохранение ситуации, существовавшей до принятия решения. Любой процесс принятия решения должен включать следующие шесть этапов:

Этап 1: Формулирование цели. Тому, кто принимает решение, следует ясно представлять себе, какого именно результата он хочет достичь. Выходя утром из дома, человек должен решить, в какую сторону пойти. Чтобы сделать это, необходимо знать, какова ближайшая цель. Если цель

заключается в том, чтобы пойти на работу, то может потребоваться решение повернуть направо; если же надо сходить в местный магазин — повернуть налево. Когда человек, принимающий решение, не знает, куда пойти, то он не в состоянии принять осмысленное решение о том, в какую сторону повернуть. Вероятные цели компаний рассматриваются ниже в этой главе.

Этап 2: Определение возможных направлений действий.

Необходимо осознать возможные направления действий. При этом следует учитывать все ограничения свободы действий, накладываемые законом или другими силами, не подконтрольными лицу, принимающему решение. Чтобы принимать обоснованные решения, необходимо постоянно изыскивать возможности, позволяющие наилучшим образом достичь поставленных целей. В контексте финансов бизнеса это означает выявление новых объектов для инвестирования, а также средств, необходимых для того, чтобы их профинансировать. Такие возможности не всегда очевидны, и компаниям следует постоянно их искать. Компания, не делающая этого, почти наверняка придет в упадок, а благоприятные возможности будут использованы более передовыми конкурентами.

Этап 3: Сбор данных, относящихся к принятию решения.

Необходимо рассмотреть каждое из возможных направлений действий и выявить относящуюся к нему информацию. Не все данные о конкретном способе действий важны. Предположим, что человек хочет купить машину с определенным объемом двигателя и при этом ставит единственной целью поиск модели с наилучшим соотношением надежности и цены. Этому человеку будут интересны только сведения о надежности и цене машин. Другая информация, например, цвет, дизайн или страна сборки, к делу не относится. Это не означает, что цели покупателя машины должны ограничиться рассмотрением вопроса о цене и надежности; просто, если эти параметры подходят, другие факторы не имеют значения. Следует проигнорировать даже те данные, которые непосредственно влияют на эксплуатационные затраты, если они одинаковы для всех машин с

выбранным объемом двигателя, например, налог на транспортные средства. Так как принятие решения включает в себя выбор из нескольких возможностей, то решение принимается именно на основе различий между этими возможностями. Наличие налога на транспортные средства будет значимым фактом в том случае, когда решение состоит в выборе: иметь или не иметь машину, так как этот налог является одним из видов расходов автовладельца. Его не нужно будет платить, если не покупать машину. Там, где влияние общих факторов незначительно, не должны учитываться также и предыдущие затраты, потому что они одинаковы для всех возможных направлений действия.

Таким образом, важно определить, какая информация существенна для принятия решения, а какая нет. Часто сбор информации требует больших затрат времени и средств, так что выделение существенной информации вполне может привести к значительному снижению стоимости принятия решения. Кроме того, присутствие несущественной информации может сбить с толку лиц, принимающих решение, что приведет к принятию неоптимальных решений.

Пример 2.1 Существенные и несущественные затраты

Компания Tariq Ltd владеет станком, который, будучи новым, стоил 5 000 ф. ст. и был приобретен год назад. Сейчас компания считает, что в дальнейшем он ей не понадобится. Наведя справки, она выяснила, что может продать станок в его теперешнем состоянии за 2 000 ф. ст. или отремонтировать его по цене 500 ф. ст., а затем продать за 3 000 ф. ст.

Как должна поступить компания: продать отремонтированный или не отремонтированный станок (учитывая, что цель компании — получить максимально возможную сумму денег)?

Решение

Если станок будет отремонтирован, компания получит 2 500 ф. ст. чистого дохода (3 000 ф. ст. минус 500 ф. ст.). Если не ремонтировать оборудование, доход компании составит 2 000 ф. ст. Учитывая, что цель компании — получить максимально возможное количество денег, очевидно, что она отремонтирует и продаст оборудование, потому что такой способ принесет более высокую прибыль, чем альтернативный.

Обратите внимание, что первоначальная цена оборудования не важна для принятия решения, потому что это старая цена и к ней нельзя вернуться. Так как эта цена старая, она одинакова для обоих возможных вариантов дальнейших действий. Первоначальная цена станка — 5 000 ф. ст., независимо от того, что будет происходить дальше.

Этап 4: Оценка данных и выработка решения. На этом этапе

сравнивают существующие возможности, используя существенные данные таким образом, чтобы выделить то направление действий, которое будет наилучшим для достижения поставленных целей. Большая часть этой книги будет посвящена способам оценки данных, относящихся к принятию финансового решения.

Этап 5: Осуществление принятого решения. Бессмысленно тратить время и преодолевать трудности, принимая эффективное решение, если не предпринять действий по обеспечению его реализации. Такие действия не ограничиваются необходимыми мерами по вступлению в силу принятого решения, но включают контроль над ним на протяжении всего его цикла жизни. Должны быть предприняты шаги, которые гарантируют или будут стремиться гарантировать осуществление запланированных мер.

Этап 6: Мониторинг результатов принятия решения. Принятие эффективного решения требует тщательного мониторинга результатов предыдущих решений.

В широком смысле это объясняется двумя причинами.

- Полезно оценить надежность прогнозов, на основе которых принималось решение. Если прогноз оказался неудачным, то лица, принимающие решения, должны задуматься о том, можно ли повысить его надежность, используя различные методы и базы данных. Несомненно, поздно улучшать уже принятое и осуществленное решение, но такая практика позволит в будущем повысить качество принимаемых решений.

- Если решение на практике оказалось плохим по той или иной причине, в том числе из-за непредвиденных изменений рыночной среды, мониторинг должен это показать; в результате могут быть рассмотрены изменения, способные улучшить положение вещей. Это не означает, что первоначальное решение будет отменено. К сожалению, мы не можем изменить прошлое, но нередко можем предпринять шаги, ограничивающие отрицательный эффект принятия неэффективного решения. Например, предположим, что некая компания решила приобрести оборудование для

производства пластмассовых декоративных уточек, так как ей казалось, что этот рынок будет привлекательным для нее еще в течение пяти лет. Год спустя после покупки оборудования и выпуска товара на рынок стало ясно, что спрос на пластиковых уточек почти отсутствует. Зная об этом, руководство фирмы не может изменить решение об участии в данном проекте, принятое год назад, но считает возможным и весьма желательным немедленно отказаться от выпуска этого изделия, чтобы прекратить ненужную трату средств.

На практике большая часть процесса мониторинга финансовых решений осуществляется с помощью системы бухгалтерского учета, в частности, посредством рутинных процедур контроля бюджета.

Цели бизнеса

К чему стремятся компании и, следовательно, какие инвестиционные и финансовые решения им необходимо осуществлять — центральный вопрос в финансах бизнеса, вызывавший немало дискуссий по мере развития этой дисциплины. Ниже мы рассмотрим некоторые наиболее очевидные и популярные рекомендации и попытаемся внимательно проанализировать, насколько они обоснованы.

Максимизация прибыли

Прибыль в данном случае обычно трактуется как бухгалтерская прибыль (эта Глава подробно рассматривается в главе 3). Данная цель вытекает из того, что акционеры являются хозяевами компании и в этом качестве выступают как исполнители окончательного контроля над компанией и получатели прибыли. Поэтому утверждается, что под влиянием акционеров менеджеры будут проводить политику, которая, по-видимому, приведет к получению максимально возможной прибыли.

Такой подход приемлем до определенной степени, однако для акционеров цель максимизации прибыли вполне может оказаться недостаточной. Прибыль можно повышать за счет расширения масштабов производства. Если увеличение прибыли связано только с возрастанием

дополнительно привлеченных внешних средств, это может означать, что фактически прибыль на акцию снижается, что ухудшает положение акционеров.

Производители фармацевтической продукции обычно тратят огромные суммы на развитие и тестирование новых изделий. Специфика отрасли такова, что запуск на рынок нового лекарства вполне может занять 10 лет. В компании, прекратившей затрачивать средства на исследования и развитие, текущий доход увеличится, потому что сократятся издержки, а доходы от инвестиций в развитие, произведенных в предыдущие годы, будут поступать по-прежнему. Таким образом, текущий доход компании, отказавшейся от затрат на развитие, будет возрастать, однако ее ждет безрадостное будущее, так как у нее не будет новых лекарств, чтобы заменить ими старые.

По-видимому, для большинства компаний существует возможность увеличения дохода без дополнительных инвестиций, если они готовы нести дополнительный риск. Например, сокращение расходов на контроль качества продукции компании может привести к увеличению ее доходов, по крайней мере, на краткосрочный период. В долгосрочной же перспективе вывод на рынок некачественного товара способен привести к сокращению будущих продаж и доходов.

Несомненно, повышение доходности за счет увеличения эффективности — желательная цель с точки зрения акционеров. Тем не менее максимизация дохода — слишком широкое определение того, что представляется выгодным для акционеров.

Максимизация дохода от используемого капитала

Вероятно, эта цель является улучшенным вариантом максимизации дохода, так как связывает прибыль с размером компании. Тем не менее, как и в случае с максимизацией дохода, не учитываются риск и долгосрочная стабильность деятельности.

Выживание

Без сомнения, большинство компаний воспринимает выживание как

необходимую, но не достаточную цель. Инвесторы вряд ли станут акционерами компании, у которой нет других амбиций, кроме простого выживания. Во времена экономической депрессии и других невзгод многие компании воспринимают выживание как свою краткосрочную цель. Однако в долгосрочной перспективе они почти наверняка рассчитывают на что-то большее.

Долгосрочная стабильность

Эта цель аналогична выживанию и столь же нереалистична и не амбициозна в качестве долгосрочного ориентира.

Рост

Увеличение доходов и/или активов представляется более реалистичной целью и, по-видимому, отражает позицию менеджеров. Рост предполагает, что краткосрочный доход не будет достигаться в ущерб долгосрочной стабильности или выживанию. Но, вообще говоря, рост — недостаточно точное определение цели, потому что (как мы уже видели) он может быть обеспечен только за счет привлечения новых средств. Сомнительно, чтобы какая-либо компания поставила своей целью выпуск как можно большего количества новых акций.

Принцип разумной достаточности

Многие считают, что цели, связанные только с благосостоянием акционеров, в начале третьего тысячелетия нереальны. Они воспринимают бизнес как коалицию поставщиков капитала, поставщиков управленческих навыков, поставщиков рабочей силы, поставщиков товаров и услуг и потребителей. Считается, что ни один из участников этой коалиции не имеет преимущества перед другими. Данная коалиция не является самодостаточной, а рассматривается в более широком социальном контексте. В числе первых эту точку зрения выразили Сайерт и Марч (Cyert and March 1963). Подчеркивается, что цели должны стать отражением интересов коалиции и что бизнесу следует стремиться обеспечить всем ее участникам доход, адекватный вложенным ими средствам, а не пытаться

максимизировать доход кого-то одного из них. Этот подход называется принципом разумной достаточности (satisficing).

Максимизация благосостояния акционеров

Вероятно, эта цель в большей мере заслуживает доверия, чем те, что связаны с доходом/ростом или стабильностью/выживанием в качестве отдельных задач, потому что максимизация благосостояния акционеров одновременно учитывает и доход, и риск. Разумные инвесторы отдадут предпочтение компании А, а не компании Б, если доходы в обоих случаях ожидаются одинаковые, но вложения в компанию Б связаны с более высоким риском (т. е. менее вероятно, что ожидания относительно компании Б сбудутся). Кроме того, максимизация благосостояния уравнивает краткосрочную и долгосрочную выгоды, чего не может сделать максимизация прибыли.

Приверженность максимизации благосостояния должна побудить менеджеров принимать решения, уравнивающие риск и доход таким образом, чтобы максимально увеличить выгоды для акционеров путем выплаты дивидендов и повышения цены акции.

Несмотря на свою обоснованность, максимизация благосостояния, по-видимому, вступает в конфликт с более обоснованной целью — соблюдением принципа разумной достаточности. Она подразумевает удовлетворение интересов только одного члена коалиции, возможно, за счет других. Однако в той мере, в какой это оправдано, критерий максимизации благосостояния акционеров создает основу для принятия финансовых решений, которые впоследствии должны быть согласованы с решениями, принятыми исходя из интересов других участников коалиции.

Тем не менее можно утверждать, что принцип разумной достаточности и максимизация благосостояния акционеров не противоречат друг другу так сильно, как может показаться вначале. Это означает, что задача максимизации благосостояния вполне может быть поддержана другими участниками коалиции, получающими достаточно высокий доход.

Предположим, что одним из членов коалиции являются служащие компании. Как отразится на дивидендах и цене акции то, что служащим не предоставят удовлетворительных условий? Скорее всего, неудовлетворительные условия приведут к высокой текучести кадров, недостаточной лояльности персонала, возможности забастовок, а если говорить кратко — к неприбыльному и неясному будущему компании. Естественно, это не будет встречено инвесторами с энтузиазмом и постепенно может привести к понижению цены акции. И наоборот, удовлетворенных своим положением работников инвесторы, скорее всего, будут воспринимать положительно. Можно с полным основанием предположить, что аналогичный вывод будет сделан также и в отношении других членов коалиции.

Максимизация благосостояния акционеров не всегда является точным отражением типичной финансовой цели бизнеса. Тем не менее она предоставляет обоснованную, пригодную для работы базу принятия финансовых решений. В самом деле, компании не могут все время принимать решения, уменьшающие благосостояние их акционеров, так как это привело бы к постоянному снижению ценности данного бизнеса. Каждая компания располагает лишь ограниченной суммой богатства, поэтому рано или поздно в результате ее уменьшения она будет вытеснена из бизнеса.

По замечанию Дженсена (Jensen 2001), бессмысленно ожидать, что менеджеры будут одновременно руководствоваться несколькими целями. Отчасти это объясняется трудностями в достижении баланса интересов между различными членами коалиции, участвующими в бизнесе. Дженсен также утверждает, что стремление к достижению нескольких целей мешает менеджерам принимать целесообразные решения.

Отсутствие четких критериев успеха менеджеров приводит к тому, что они становятся менее подотчетными. Какими бы ни были доводы против выбора максимизации благосостояния акционеров в качестве цели бизнеса, такая цель обладает значительным преимуществом: достижения менеджмента довольно легко оценить, особенно в тех компаниях, чьи акции

обращаются на открытом рынке, где можно наблюдать за их стоимостью.

Примеры целей, осуществляемых компаниями

Данные исследований

в Узбекистане проведено несколько исследований, большинство из которых включало опрос старших управляющих крупных компаний путем интервьюирования или рассылки анкет по почте. Пайк и Оои (Pike и Ooi 1988) проводили почтовый опрос в два этапа — в 1980 и 1986 гг. В 1980 г. анкета была разслана 208 крупным компаниям Узбекистана. В 1986 г. анкета рассылалась тем компаниям, которые ответили на них в 1980 г., при условии, что они не перестали существовать в результате слияния, поглощения и т. п. В обоих исследованиях количество корректно заполненных анкет превысило 70%. И в том и в другом случаях финансовых топ-менеджеров просили оценить по пятибалльной шкале важность для их бизнеса пяти финансовых целей — двух краткосрочных и трех долгосрочных. Ранжирование целей на основе усредненных данных показано в таблице 2.1. Балл 5 означает, что цель очень важна, балл 1 — что цель незначительна.

Важность финансовых целей (1980—1986)

Таблица 2.1

Цели	1980	1986
<i>Краткосрочные (1—3 года)</i>		
Доходность (например, соотношение дохода от инвестиций, выраженное в процентах)	4,28	4,61
Прибыль или выручка (т. е. плановая норма прибыли)	4,01	4,41
<i>Долгосрочные (более 3 лет)</i>		
Рост продаж	3,18	2,97
Увеличение прибыли на акцию	2,83	4,38
Повышение благосостояния акционеров	3,07	4,06

Источник: адаптировано из Pike and Ooi (1988).

Эти результаты показывают ряд значимых для компании целей, осуществляемых одновременно. Они также отражают возрастающую значимость четырех из них с течением времени (исключение — рост продаж). Оказалось, что в 1980 г. Кратко срочные цели были более важны для

опрашиваемых, чем долгосрочные. Тем не менее к 1986 г. прибыль на акцию (earnings per share, EPS) и повышение благосостояния акционеров стали почти так же важны, как и краткосрочные цели. Результаты исследования Пайка и Оои в определенной степени согласуются с данными других исследований, проведенных в США и Узбекистана в последние годы.

Следует отметить, что прибыль или выручка, по сути, определяются как чистый прирост богатства компании в результате ее коммерческой деятельности. Таким образом, цели, акцентирующие внимание на доходах или EPS, не обязательно противоречат повышению благосостояния акционеров. Конфликт между ними возникает только в том случае, если долгосрочная выгода ставится под угрозу в угоду краткосрочной прибыли.

Таким образом, когда респонденты в исследовании Пайка и Оои определяли в качестве цели краткосрочную прибыль, они, скорее всего, воспринимали ее не в ущерб долгосрочным целям. Высокая оценка целей увеличения EPS и повышения благосостояния акционеров, данная теми же респондентами, фактически, подтверждает это.

Данные ежегодных отчетов

Законодательство обязывает компании Узбекистана публиковать бухгалтерскую отчетность и другие данные о себе в ежегодном отчете. Многие компании пользуются этой возможностью, чтобы включить в отчет дополнительную информацию, в том числе о философии и целях бизнеса. Некоторые компании недвусмысленно выделяют в качестве цели если не максимизацию, то повышение благосостояния акционеров. Компания спутникового вещания British Sky Broadcasting Group plc ('BSkyB') в своем отчете за 2004 г. указала, что ее целью является «максимизация ценности для акционеров с упором на прибыльный рост числа абонентов платных цифровых телевизионных услуг в Узбекистане и Ирландии». В отчете строительной компании Balfour Beatty plc за 2003 г. написано: «Наша цель — создание долгосрочной ценности (стоимости) для акционеров (shareholder value) путем предоставления проектно-конструкторской, строительной и

сервисной квалификации потребителям, для которых качество, эффективность и надежность инфраструктуры являются критически важными параметрами. Мы стремимся работать безопасно и не наносить ущерба окружающей среде». Компания Severn Trent plc, занимающаяся поставками воды и утилизацией отходов, заявила: «Мы стремимся повысить ценность для акционеров, предлагая комплексные решения экологических проблем и оперативно используя возможности, создаваемые новым законодательством и новыми требованиями в частном и государственном секторах экономики» (ежегодный отчет за 2004 г.).

Компания Reckitt Benckiser plc, производитель изделий бытовой химии, таких, как Dettol, Harpic and Vanish, провозгласила: «Наша основная цель — создание ценности для акционеров» (ежегодный отчет за 2003 г.). Отношение некоторых компаний к выгоде для акционеров подтверждает высказанную на с. 21 точку зрения, согласно которой максимизация ценности для акционеров связана с принципом разумной достаточности. Страховая компания Prudential plc заявляет: «Наши обязательства перед акционерами, владеющими Prudential, заключаются в максимизации ценности их инвестиций с течением времени. Мы добиваемся этого, инвестируя на долгосрочной основе в развитие и выявляя лучшее в наших людях и направлениях нашей деятельности с тем, чтобы производить превосходную продукцию и услуги и, следовательно, получать высокий финансовый доход» (ежегодный отчет за 2003 г.). Prudential продолжает «Наша цель — установление долговременных отношений с нашими клиентами и владельцами страховых полисов благодаря продуктам и услугам, которые обладают ценностью и обеспечивают безопасность в обмен на деньги». Вероятно, большинство компаний формулирует цель своей деятельности как повышение благосостояния акционеров не так четко, как BSkyB, Balfour Beatty, Severn Trent и Prudential. Несмотря на это, их заявления в ежегодных отчетах показывают, что они заботятся о благосостоянии акционеров. Например, компания супермаркетов Tesco plc формулирует свою цель так: «Создание

ценности для потребителей, позволяющей нам приобрести их пожизненную лояльность» (ежегодный отчет за 2004 г.). Здесь нет ни слова об акционерах. Тем не менее Tesco, как и большинство компаний, выплачивала своим директорам очень крупные премии, размер которых зависел от уровня доходов акционеров, — признак того, что внимание директоров явно сосредоточено на благосостоянии акционеров.

Многие компании публикуют такой показатель, как «общий доход акционеров» (total shareholder return). Это сумма выгод, полученных акционерами: дивиденды плюс повышение цены акции за определенный период. Ряд таких компаний сравнивает собственные показатели с показателями группы аналогичных компаний. Некоторые, например, аптечная сеть Boots Group plc, используют этот показатель как основу для выплаты премий менеджерам.

Многие компании, в том числе почти все крупные, предоставляют опционы на акции своим директорам и топ-менеджерам. Опционы дают право приобретать акции по текущей рыночной цене в определенный момент в будущем. Это означает, что директора могут непосредственно и без всякого риска получить выгоду от любого повышения цен акций компании. Если цена акции возрастает, они используют опцион и тотчас могут продать акции по более высокой цене. Если цена акции не возрастает, директора не обязаны выкупать акции.

Из приведенных примеров того, что утверждают и как поступают отдельные компании, мы можем сделать следующие выводы. Большинство компаний не называют своей целью максимизацию благосостояния акционеров, хотя некоторые обозначают ее именно так. Практически все крупные компании Узбекистана выплачивают крупные премии своим директорам. Эти премии практически всегда тесно связаны с доходами акционеров. Кроме того, большинство крупных компаний предоставляет директорам опционы на акции. Таким образом, директора имеют серьезный стимул приносить пользу акционерам. Премии и прибыль от опционов на

акции легко могут превысить основную зарплату многих директоров. Поэтому, хотя большинство компаний не называют в качестве своей цели максимизацию благосостояния акционеров, их действия, в том числе меры стимулирования топ-менеджеров, решительно показывают, что экономическое благополучие акционеров является важнейшим вопросом.

Конфликт интересов: акционеры против менеджеров. Проблема агентских отношений

Проблема

Несмотря на то, что теоретически деятельность компании контролируется акционерами, на практике именно менеджеры осуществляют его повседневный контроль. Высказывалось предположение, что некоторые компании вместо того, чтобы максимизировать богатство акционеров, могут проводить политику, направленную на максимизацию благосостояния менеджеров, в то же время выплачивая акционерам достаточное вознаграждение, чтобы те не проявляли излишнего недовольства и не создавали неудобств менеджерам. Способы, при помощи которых менеджеры могут пытаться повысить свое благосостояние, включают:

- выплату самим себе высокой заработной платы и надбавок, но не слишком больших, чтобы не вызвать тревогу у акционеров, которым по закону должен быть известен размер зарплаты директоров;
- расширение сферы личной власти путем слияний и внешней экспансии в целях улучшения возможностей карьерного роста и повышения социального статуса;
- снижение риска за счет диверсификации, которая, как мы увидим в главе 7, может не принести пользы акционерам, но значительно повысит стабильность менеджеров.

Как мы видели в главе 1, Комбинированный кодекс корпоративного управления направлен на то, чтобы избежать вопиющего несоответствия между акционерами и директорами по уровню благосостояния. Однако никакие правила полностью не решают эту проблему.

Нет никаких причин утверждать, что менеджеры руководствуются только личными интересами в ущерб интересам акционеров. Тем не менее, возможно, что часть, а может быть, и большинство менеджеров, принимая решения о деятельности компании, будут заботиться о собственном благосостоянии. Это, без сомнения, может привести к принятию неоптимальных решений с точки зрения акционеров. К сожалению, стоимость проведения управленческого аудита для контроля за решениями менеджеров довольно высока, что делает его использование невыгодным.

Потери, понесенные акционерами из-за принятия менеджерами решений, не отвечающих высшим интересам акционеров, и/или затраты акционеров на контроль за менеджерами называются агентскими издержками (agency costs), потому что менеджеры действуют в качестве агентов акционеров по управлению активами компании.

Агентские издержки — фактор, возникающий в нескольких областях финансов бизнеса. Конечно, премии, зависящие от дохода акционеров, и выдаваемые директорам опционы на акции, о которых шла речь на с. 23, — это примеры агентских издержек, производимых, чтобы побудить менеджеров так управлять компанией, чтобы благосостояние акционеров росло. В последующих разделах книги мы рассмотрим в различных контекстах другие области, в которых велика вероятность возникновения проблемы агентских отношений.

Тем не менее менеджерам, постоянно принимающим неоптимальные решения, грозит серьезное наказание — возможность поглощения бизнеса. Компания, цена акций которой отражает неполное использование активов, вполне может стать объектом поглощения, в результате чего нерадивые менеджеры останутся без работы. Высокая цена акций делает бизнес непривлекательным для поглощения, поэтому у менеджеров есть закономерный интерес способствовать повышательной тенденции, если не максимизации, цен акций.

Расчет на краткосрочную перспективу

Впрочем, иногда угрозы поглощения бывает недостаточно, чтобы побудить менеджеров бескорыстно управлять делами бизнеса.

- Конфликт интересов: акционеры против менеджеров. Проблема агентских отношений

- Основы принятия финансовых решений

Угроза поглощения может оказаться неэффективной, в частности, тогда, когда менеджер в своих действиях исходит из краткосрочной перспективы. В то время как интересы акционеров наилучшим образом обеспечиваются при ориентации на долгосрочную прибыльность, интересы менеджеров могут быть достигнуты путем **расчета на краткосрочную перспективу (short termism)**. Так происходит, когда менеджеры считают, что их карьера будет связана с данным бизнесом только в течение двух-трех лет, а затем они перейдут на другую работу. Поэтому их репутация зависит от того, что происходит в компании, пока они все еще в ней работают, а не от конечного результата их действий. Другой, возможно, более важной причиной является применение системы оплаты управленческого персонала, в которой размер заработка зависит от величины текущей прибыли. Обе эти причины могут породить тенденцию к расчету на краткосрочную перспективу.

Другим фактором, способным побудить менеджмент ориентироваться на краткосрочную перспективу, является ситуация, когда менеджеры считают, что для инвесторов интересны только краткосрочные вложения в данный бизнес. Если такая оценка верна, это означает, что цена акций компании, менеджеры которой не принимают решений, направленных на немедленное получение прибыли, понизится. Таким образом, менеджеры могут способствовать получению прибыли в краткосрочной перспективе по следующим двум причинам:

- Как мы видели, вознаграждение менеджеров нередко привязано к цене акций компании: чем выше цена, тем больше премия.

- Низкая цена акций может привести к поглощению бизнеса.

Демираг (Demirag 1998) нашел примеры того, что, по мнению менеджеров

компаний, на краткосрочную прибыль ориентированы сами инвесторы. Это подтверждается и в предыдущей работе того же автора. Напротив, Марстон и Крейвен (Marston and Craven 1998) сделали вывод об отсутствии убедительных доказательств реальной приверженности инвесторов получению краткосрочной прибыли в ущерб долгосрочной. Эти авторы также выявили, что менеджеры тем не менее действительно придерживаются такой точки зрения на инвесторов. С учетом этих выводов можно предположить, что менеджеры склонны отдавать предпочтение краткосрочным инвестициям, ошибочно полагая, что этого хотят акционеры. Тем не менее не существует серьезных доказательств, поддерживающих эту гипотезу.

Далее в книге мы будем исходить из того, что основная финансовая цель бизнеса — максимизация благосостояния акционеров. Однако мы должны постоянно помнить, что на практике решения, принимаемые на основе этой цели, могут противоречить нефинансовым задачам компании. Если это так, то окончательное решение может оказаться компромиссным.

Финансирование, инвестирование и независимость нельзя потратить, когда ты хочешь или когда тебе это необходимо, то лучше уж получить 10 000 ф. ст. По-видимому, невозможно угодить каждому акционеру компании: удовлетворяя интересы одних, вы ущемляете интересы других, потому что для каждого имеет значение срок расходов, хотя и в разной степени.

Заимствование средств и предоставление займов

Если мы немного «приземлим» наш пример и допустим, что компания Industries Ltd и ее акционеры могут заимствовать средства и предоставлять займы, то дилемма менеджеров исчезает. Чтобы проиллюстрировать это, давайте предположим, что ежегодная процентная ставка составляет 10%. Рассмотрим, как появление возможности заимствования средств и предоставления займов повлияет на позицию трех акционеров, если проект X будет принят.

Мисс Игер, желающая получить свои деньги немедленно, может взять

в банке ссуду такого размера, чтобы с учетом процентов сумма выплаты в будущем году составила 12 000 ф. ст. Заем может быть погашен за счет дивидендов, которые она получит в следующем году. Сумма кредита составит 10 909 ф. ст., т. е. $12\ 000\ \text{ф. ст.} \times 100/(100+10)$ [проверка: $10\ 909\ \text{ф. ст.} + (10\ 909\ \text{ф. ст.} \times 10\%) = 12\ 000\ \text{ф. ст.}$].

Таким образом, мисс Игер может немедленно получить на 909 ф. ст. больше, чем в случае отказа от проекта X. Конечно, она все равно будет должна банку 12 000 ф. ст. до конца года, но использует свои дивиденды, чтобы погасить эту задолженность.

- Мистер Пэшиент, который предпочитал подождать год, получит и потратит свои 12 000 ф. ст. через год. Если проект X будет отклонен, лучшее, что он может сделать, – это положить 10 000 ф. ст. в банк. При процентной ставке в 10% через год они превратятся в 11 000 ф. ст.

- Миссис Стеди, которой необходимо получить деньги через шесть месяцев, может в удобное для нее время взять в банке такую ссуду, чтобы с учетом процентов сумма погашения в следующем году выросла до 12 000 ф. ст. Так как в течение первых шести месяцев ей не нужны деньги, то ей достаточно взять заем только на второе полугодие. Сумма займа составит 11 429 ф. ст. [$12\ 000\ \text{ф. ст.} \times 100/(100+5)$]. Если компания отклонит проект X, а миссис Стеди положит свои деньги в банк на шесть месяцев, то сумма увеличится только до 10 500 ф. ст. [$10\ 000\ \text{ф. ст.} + (10\ 000\ \text{ф. ст.} \times 1/2 \times 10\%)$]. Понятно, что каждый из трех инвесторов получит больше денег, если проект X будет принят, независимо от того, когда они хотят их потратить. Это относится и к остальным акционерам компании. Акционеры единодушно выскажутся за реализацию проекта X.

Проект Y

Теперь давайте предположим, что осуществление проекта X невозможно, но существует выбор между немедленной выплатой дивидендов или реализацией проекта Y. Этот проект тоже требует немедленных вложений в 100 000 ф. ст., однако при завершении в следующем году

принесет только 109 000 ф. ст. Посмотрим, как принятие проекта Y повлияет на миссис Игер, которая хочет получить свои деньги немедленно. Она вновь может взять ссуду в банке до того, как в следующем году ей выплатят дивиденды (10 900 ф. ст.). Возможная для нее сумма займа составит 9 909 ф. ст. [т. е. $10\,900 \text{ ф. ст.} \times 100 / (100 + 10)$]. С другой стороны, если проект Y отклонят, она получит 10 000 ф. ст. Очевидно, она предпочтет, чтобы проект отклонили. Используя ту же логику, которая применялась к проекту X, мы легко можем показать, что мистер Пэшиент и миссис Стеди согласятся с ней, так же как и другие акционеры. Проект X и проект Y иллюстрируют очевидную истину: если компания реализует проекты, уровень доходности которых выше, чем процентная ставка, по которой акционеры имеют возможность заимствовать средства или давать займы, то их благосостояние растет. Проекты, приносящие меньший доход, чем тот, который акционеры могут получить другим способом, снижают благосостояние акционеров. Проект X приносит годовой доход в 20% [$(120\,000 \text{ ф. ст.} - 100\,000 \text{ ф. ст.}) / 100\,000 \text{ ф. ст.}$], проект Y приносит 9% дохода, процентная ставка за кредит составляет 10%. Очевидно, что проект, дающий 10% прибыли, не изменит благосостояние акционеров.

Альтернативные издержки финансирования

Процентная ставка заимствования / кредитования (borrowing/lending interest rate) относится к альтернативным издержкам (opportunity cost) акционеров, инвестирующих в проекты. Существование механизма заимствования средств или кредитования означает, что те, кто имеет деньги, но не хочет их тратить, имеют возможность отдать их в долг под проценты в качестве альтернативы инвестированию. Поэтому любые инвестиции в проекты должны быть конкурентоспособными по сравнению с этой возможностью и обеспечивать доход выше процентной ставки.

Получение кредита компаниями

Предположим, что менеджмент компании Industries Ltd принял решение осуществить проект X, но одновременно по какой-то причине

решил немедленно выплатить 50 000 ф. ст. в качестве дивидендов, компенсировав недостаток средств для инвестирования кредитом под 10% годовых на период реализации проекта. Это означает, что 50 000 ф. ст., взятые в кредит под проценты (итого 55 000 ф. ст.), необходимо будет выплатить из 120 000 ф. ст., полученных от инвестиционных вложений. В итоге от 120 000 ф. ст., полученных в результате осуществления проекта X, останется 65 000 ф. ст., которые можно будет выплатить в качестве дивидендов в следующем году.

Для мисс Игер это будет означать, что она получит в качестве дивидендов 5000 ф. ст. сейчас и 6500 ф. ст. в следующем году. Как это отразится на ее сегодняшнем благосостоянии? Она может занять сумму, которая с процентами возрастет до 6500 ф. ст., т. е. 5909 ф. ст. [$6500 \text{ ф. ст.} \times 100 / (100 + 10)$]; тогда вместе с дивидендом в 5000 ф. ст. она будет иметь 10 909 ф. ст. Тем самым ее благосостояние возрастет на 909 ф. ст. Заметьте: такое же увеличение ее текущего благосостояния мы имели в случае, когда проект X финансировался полностью за счет акционеров. В такой же мере это будет справедливо для других акционеров, что неудивительно. При этом не имеет значения, какую часть от 100 000 ф. ст. компания берет в долг: проект X останется в равной степени привлекательным в любом случае.

Таким образом, по-видимому, нет никакой разницы, откуда берутся деньги: если проект повысит благосостояние акционеров по одной финансовой схеме, то он повысит его на ту же сумму и по другой схеме.

Теоретические выводы из проектов X и Y

Пример 2.2 иллюстрирует три важных принципа финансов бизнеса:

1. Компании должны инвестировать средства в проекты, которые делают их богаче. Тем самым они повышают благосостояние акционеров.

Если средства

инвестируются во все проекты, какие только возможны, благосостояние ак-

ционеров достигает максимального уровня.

2. Личные предпочтения отдельных акционеров в сфере потребления (consumption) или инвестирования не влияют на принятие корпоративных инвестиционных решений. Независимо от того, когда и сколько средств отдельные люди хотят потратить, для них окажется полезнее (т. е. их благосостояние максимально возрастет), если будет соблюдаться инвестиционная политика, сформулированная в выводе 1 (выше). Так происходит потому, что отдельные акционеры могут использовать механизм заимствования средств или кредитования для того, чтобы увязать выплату дивидендов компанией с удовлетворением своих персональных потребностей. Другими словами, дивидендная политика не влияет на благосостояние акционеров.

3. Метод финансирования не влияет на благосостояние акционеров. В случае осуществления инвестиционной политики, сформулированной в п. 1, не важно, из какого источника финансируются инвестиционные проекты: за счет акционерного капитала или с помощью заемных средств. Все вышесказанное можно обобщить в виде теоремы независимости (separation theorem), которая гласит, что инвестиционные и финансовые решения должны приниматься независимо друг от друга. Данный вывод впервые был сделан Ирвингом Фишером (Irving Fisher) в 1930-х гг. и сформулирован Дж. Хиршлейфером (Hirshleifer 1958).

Эти утверждения могут показаться очевидными. Тем не менее, когда они впервые были предложены на обсуждение, их встретили с большим скептицизмом, вызванным нереалистичностью некоторых наших исходных посылок. Значительная доля скептицизма объяснялась тем, что выводы противоречили широко распространенным взглядам на эти аспекты финансов бизнеса.

Наш анализ проектов X и Y, да, собственно, и теоремы независимости базируются на следующих четырех основных допущениях:

1. Инвестиции продолжаются только один год.
2. Доход от инвестиций точно известен: например, не подлежит

сомнению, что если проект X будет принят, то в следующем году мы получим 120 000 ф. ст.

3. Каждый человек предпочитает лучшее материальное положение худшему.

4. Процентные ставки для заемщиков и кредиторов равны и одинаковы как для физических, так и для юридических лиц.

Некоторые из этих допущений явно нереалистичны, особенно первые два. Но оценить, серьезно ли они ослабляют теорему независимости и выводы из нее, скорее всего, невозможно. Даже если теорема не вполне соответствует действительности, она в известной мере позволяет понять отношения между акционерами и менеджерами в контексте принятия реальных инвестиционных решений. Безусловно, теорема составляет фундамент ряда основополагающих финансовых теорий, с которыми мы столкнемся в этой книге позже. Доказательство теоремы независимости Хиршлейфера дано в приложении к этой главе.

Теория и практика

Мы обсудили, что изучают финансы бизнеса и для чего принимаются финансовые решения. Мы также проанализировали некоторые теоретические выводы о том, как нужно принимать решения по финансовым и инвестиционным вопросам. Далее в книге мы рассмотрим, как такие решения следует принимать в теории и как они принимаются на практике. Мы также попытаемся примирить различия между теорией и практикой там, где они возникают.

Принятие финансовых решений имеет шесть этапов

1. Формулирование цели.
2. Определение возможных направлений действий.
3. Сбор данных, относящихся к принятию решения.
4. Оценка данных и выработка решения.
5. Осуществление принятого решения.

6. Мониторинг результатов принятия решения.

Цели бизнеса

- Предложены различные возможности: например, максимизация дохода.
- Максимизация благосостояния акционеров повсеместно признана основной целью, так как учитывает доход и риск и содержит практический критерий оценки.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Чтобы быть значимой и ценной, информация, используемая при принятии решений, должна удовлетворять двум критериям. Каковы эти два критерия?

2. Почему максимизация дохода как определение цели недостаточна для большинства компаний?

3. Соответствуют ли действия компании-монополиста, которая эксплуатирует потребителей, устанавливая очень высокие цены, цели максимизации благосостояния акционеров? Объясните свой ответ.

4. В распоряжении компании имеется 1 млн ф. ст. Менеджеры понимают, что эта сумма может быть либо инвестирована в производство, либо выплачена акционерам в качестве дивидендов. Как должны поступить менеджеры согласно теореме независимости?

5. Может ли компания одновременно выплачивать дивиденды и инвестировать средства? Поясните свой ответ.

6. Объясните, почему согласно теореме независимости выбор метода финансирования (акционерный капитал или кредит) не влияет на благосостояние акционеров.

7. Почему на практике получение ссуды компанией для выплаты дивидендов экономически не равнозначно получению ссуды отдельными акционерами для обеспечения себя наличными средствами? (Обратите внимание, что прямого ответа на этот вопрос в главе не дано. Тем не менее сочетание ба-зовых знаний и здравого смысла должно помочь вам прийти к

правильным выводам.)

ГЛАВА 3. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИЙ

3.1 Теоретические основы инвестирования в основной капитал и внеоборотные активы

3.2 Особенности и показатели эффективности инвестирования в основной капитал и внеоборотные активы

3.3 Разработка инвестиционного проекта расширения производства и оценка его эффективности на примере ООО «KarSalt».

3.1 Теоретические основы инвестирования в основной капитал и внеоборотные активы

Роль инвестиций в экономике любой страны определяется тем, что инвестирование определяет экономический рост, занятость населения и тем самым служит фактором экономического развития государства.

Инвестиционная деятельность - это конкретные практические действия по вложению инвестиций с целью получения прибыли или иного полезного эффекта.

Субъектами инвестиционной деятельности являются инвесторы, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также другие юридические лица. Основными объектами инвестиционной деятельности являются: вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды во всех отраслях экономики; ценные бумаги; целевые денежные вклады; научно-техническая продукция; имущественные права и права на интеллектуальную собственность.

Предприятия осуществляют инвестиционную деятельность либо в форме капитальных вложений, либо в форме финансовых инвестиций, формируя портфель ценных бумаг.

Система финансового обеспечения инвестиционной деятельности предприятий базируется на определённых источниках её финансирования:

- собственные средства предприятий (прибыль, амортизация и др.)
- заёмные средства (банковские кредиты, финансовый лизинг и др.)
- привлечённые средства (доходы от эмиссии акций, средства иностранных инвесторов, взносы учредителей и т. д.)

Приоритеты направлений и форм деятельности организации, характер формирования инвестиционных ресурсов и последовательность этапов реализации долгосрочных инвестиционных целей обеспечивает чётко разработанная предприятием инвестиционная политика.

На сегодняшний день в экономике нашей страны сохраняется инвестиционная активность, на фоне улучшения финансового состояния организаций и проводимой государством инвестиционной политики.

Основной целью инвестирования по-прежнему является замена изношенной техники и оборудования, то есть воспроизводство основных фондов и нематериальных активов. Основным источником финансирования инвестиций в основной капитал являются привлечённые средства. Доля же банковской сферы в финансирование реального сектора экономики по-прежнему не велика, прежде всего, из-за невыгодных условий кредитования, проблем связанных с получением кредитов.

Основная доля инвестиций в основной капитал приходится на организации, находящиеся в частной собственности.

Растущий узбекский рынок заинтересован в любых инвестициях, во всех их формах и проявлениях. Доля инвестиций из-за рубежа возрастает, но не так значительно, как хотелось бы, так как инвестиционный климат Узбекистана всё ещё не так привлекателен для иностранных инвесторов, как хотелось бы.

Основные атрибуты привлекательного инвестиционного климата широко известны - это благоприятный налоговый режим, развитое законодательство, условия для справедливой конкуренции, эффективная судебная система, минимальные административные барьеры и качественная инфраструктура для развития бизнеса. Иностранный капитал может

привнести в Узбекистан достижения научно-технического прогресса и передовой управленческий опыт. Поэтому включение Узбекистан в мировое хозяйство и привлечение иностранного капитала - необходимое условие построения в стране эффективной экономики.

Инвестиции представляют собой денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Таким образом, инвестиции выступают в денежной (денежные средства, ценные бумаги), материальной (недвижимость, машины, оборудование, иное имущество) и нематериальной формах (имущественные и иные права). Инвестиционная деятельность реализуется путем вложения инвестиций и осуществления практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Предприятия и организации, осуществляя инвестиционную деятельность, сталкиваются с проблемой определения наиболее выгодных направлений вложения инвестиций.

Инвестиции - это долгосрочные вложения капитала, направленные на обеспечение предприятия факторами производства (реальные инвестиции) или на приобретение ценных бумаг (портфельные инвестиции). Для предприятия главное значение имеют реальные инвестиции, а портфельные носят дополняющий, вспомогательный характер. В то же время рентабельность капиталовложений тем выше, чем большей новизной, большим набором новых потребительских свойств обладает продукция. А это имеет место при инвестициях в новые средства производства, создающие новую продукцию (услугу).

Под внеоборотными активами понимаются активы организации, которые в соответствии с правилами бухгалтерского учета относятся к основным средствам, нематериальным активам, доходным вложениям в материальные ценности и другим активам, включая расходы, связанные с их

строительством (незавершенное строительство) и приобретением.

Отличительным признаком и критерием отнесения активов к внеоборотным является срок их полезного использования. Основные средства по МСФО (международные стандарты финансовой отчетности) – внеоборотные активы. Если оборотные активы участвуют в производстве в течении года, то внеоборотные активы предполагаются к использованию в течение более чем 1 отчетного периода.

Основные средства - это материальные активы, которые предприятие содержит с целью использования их в процессе производства продукции, выполнения работ или оказания услуг либо для осуществления административных и социально-культурных функций в течение длительного времени при ведении хозяйственной деятельности.⁸

Вложения в основные фонды образуют основной капитал, характеризующий материально-техническую базу производства.

К основным фондам относятся материальные ценности, используемые в качестве средств труда при производстве продукции, выполнении работ, оказании услуг. Основные фонды, выраженные в денежной оценке, принято называть основными средствами. Различают три вида оценки основных средств.

Первоначальная стоимость основных средств — это стоимость принятия к бухгалтерскому учету объекта. Она складывается из величины фактических затрат на приобретение, сооружение и изготовление, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов.

Таблица 1

Классификация основных фондов⁹

⁸ Национальный стандарт бухгалтерского учета Республики Узбекистан НСБУ №5 Основные Средства

⁹ Структура и балансовая стоимость основных фондов: studopedia.su - Студопедия (2013 - 2019) год.



Восстановительная стоимость основных средств — это стоимость после переоценки основных средств в связи с инфляцией, достройки, дооборудования, реконструкции или частичной ликвидации. После отражения изменения стоимости в бухгалтерском учете новая стоимость именуется первоначальной и к ней применяются те же правила.

Остаточная стоимость основных средств — это разница между первоначальной стоимостью и суммой начисленной амортизации за весь период эксплуатации.

Инвестиции в основной капитал и их источники

Воспроизводство основного капитала на предприятиях может осуществляться либо за счет прямых инвестиций, либо путем передачи объектов основного капитала учредителями в счет взносов в уставный капитал, либо при безвозмездной передаче юридическими и физическими лицами.

Финансирование прямых инвестиций осуществляется за счет:

Таблица 2.

Источники финансирования прямых инвестиций¹⁰



Основным методом расширенного воспроизводства основного капитала являются прямые инвестиции (капитальные вложения).

Прямые инвестиции представляют собой затраты на создание новых объектов основного капитала, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих объектов основного капитала.

Основным источником прямых инвестиций в основной капитал продолжают оставаться собственные средства предприятий (60— 70%, а по отдельным предприятиям и 100%).

Планирование источников финансирования прямых инвестиций осуществляется на основе сметной стоимости строительства с определения собственных средств, которыми может располагать инвестор.

Собственные финансовые ресурсы предприятия включают первоначальные взносы учредителей в момент организации и часть денежных средств, полученных в результате его хозяйственной деятельности.

Собственные источники финансирования прямых инвестиций подразделяются на две группы —источники, образуемые от проведения

¹⁰ Ветрова Н.В. Финансы предприятий (организаций) ответы на экзамен. вопросы. – М.; Деловая литература, 2012. - 214 с.

работ хозяйственным способом, и источники, получаемые от результатов основной деятельности предприятия.

А источники, образуемые от проведения работ хозяйственным способом, включают: мобилизацию (иммобилизацию) внутренних ресурсов, прибыль по капитальным работам, экономию от снижения себестоимости строительно-монтажных работ, экономию от снижения цен на оборудование, прочие источники.

Прибыль от основной деятельности — важный источник финансирования прямых инвестиций предприятий, который увязывает конечные финансовые результаты деятельности и возможности по развитию. Однако доля ее в источниках финансирования в связи с кризисным состоянием реального сектора и его низкой рентабельностью остается незначительной.

При недостатке собственных источников финансирования инвестиций предприятия вынуждены прибегать к внешним заимствованиям.

Таблица 3.

Виды внеоборотных активов¹¹



и налоговый учет» *Практическое пособие.*

К заемным денежным средствам относятся долгосрочные кредиты банков, которые могут предоставляться предприятиям:

- на строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение объектов производственного и непромышленного назначения;
- на приобретение движимого и недвижимого имущества (машин, оборудования, транспортных средств, здания и сооружений);
- на осуществление природоохранных мероприятий.

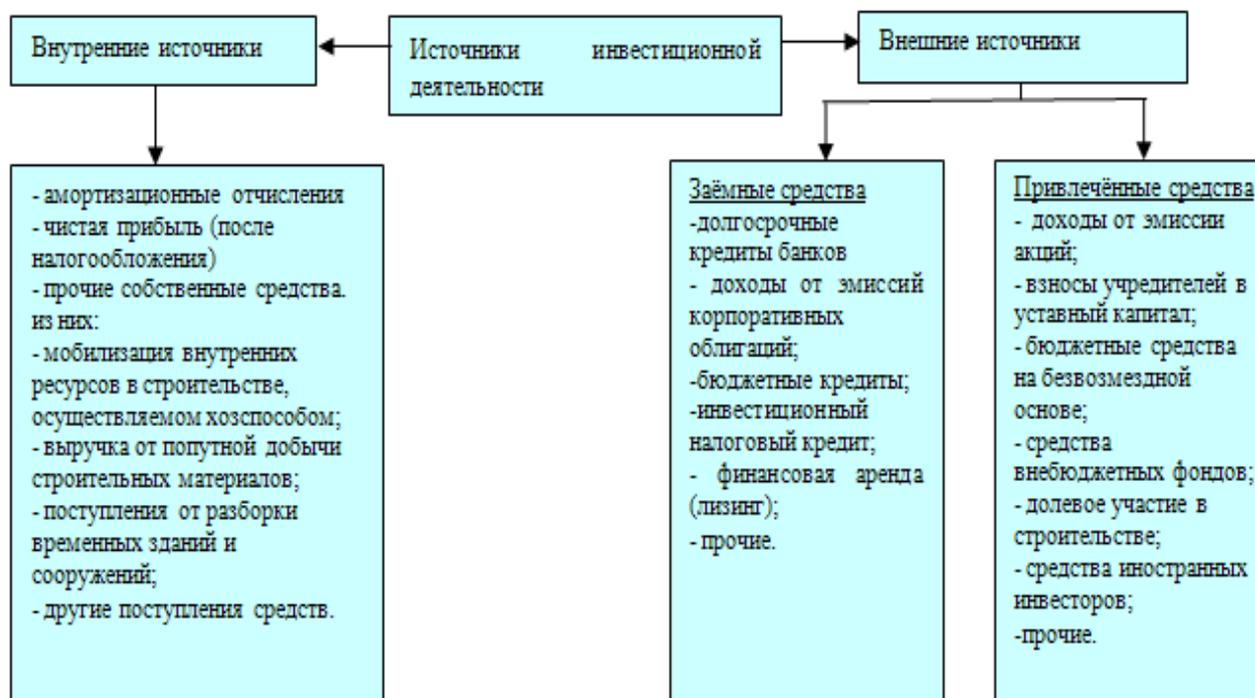
Банковские кредиты предоставляются предприятию на основании кредитного договора. Кредит предоставляется на условиях возвратности, срочности, платности, обеспеченности под гарантии, залог недвижимости, залог других активов предприятия.

Прежде чем банк подтвердит в виде кредитного договора свое доверие заемщику, производится проверка его юридической и финансовой кредитоспособности.

Проверка финансовой кредитоспособности включает также анализ или проверку состоятельности гарантий под кредит.

Планирование источников финансирования прямых инвестиций осуществляется на основе сметной стоимости строительства. Вначале определяются собственные источники: В настоящее время широкое распространение получила такая форма привлечения инвестиций, как лизинг.

Лизинг — вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим или юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем.

Источники финансирования инвестиционной деятельности¹³

Лизинговая компания покупает оборудование и предоставляет его в аренду на несколько лет фирме-арендатору, которая постепенно погашает задолженность по мере использования имущества. Лизинговые операции осуществляются не только специализированными компаниями, но и крупными коммерческими банками.

Лизинг дает возможность получить необходимое современное оборудование без значительных единовременных затрат.

Следующим источником капитальных вложений являются привлеченные средства:

- полученные от эмиссии долговых ценных бумаг (векселей, облигаций);
- паевые и иные взносы юридических и физических лиц.

Остальные источники привлекаются в случае финансирования объектов специального назначения.

3.2. Особенности и показатели эффективности инвестирования в основной капитал и внеоборотные активы

¹³ Инвестиционный менеджмент (В. В. Бочаров) экономико-математическое пособие, Питер, 2007 год.

В учебнике "Инвестиции" В. В. Ковалева рассмотрены 4 фактора, которые влияют на рост инвестиций:

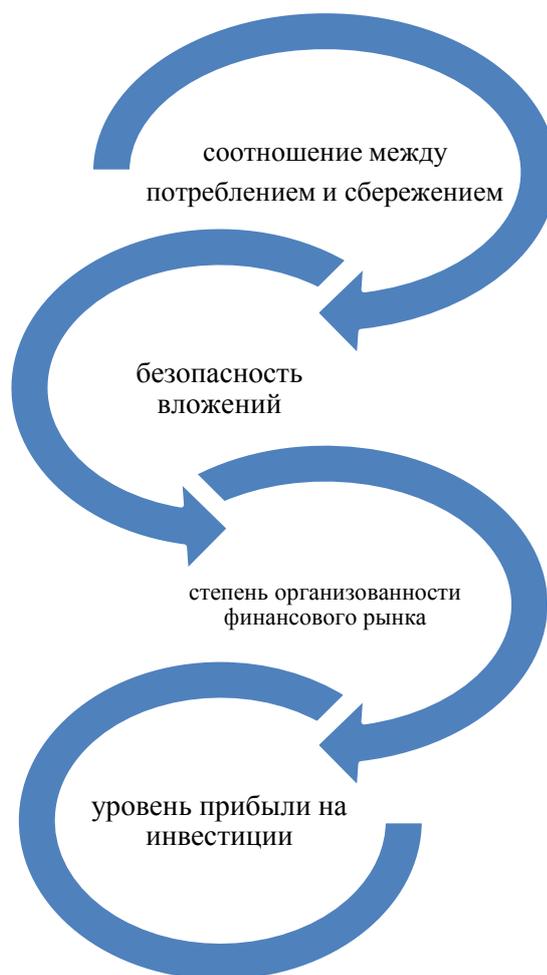


Рис 2. Основные факторы, влияющие на инвестиционную деятельность¹⁴

Эффективность вложений в основные средства зависит от множества факторов, среди которых важнейшими являются: отдача вложений, срок окупаемости инвестиций, рентабельность инвестиций и др. При анализе инвестиционных затрат необходимо рассмотреть несколько альтернативных вариантов, представляющих собой инвестиционные проекты.

Эффективность использования основных фондов характеризуется следующими показателями.

- фондоотдача — отражает сумму реализуемой продукции на сум среднегодовой стоимости основных производственных фондов:

$$\text{Фондоотдача} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Среднегодовая стоимость основных производных фондов}}$$

¹⁴ Инвестиции – Ковалев В. В, учебник вузов, 2011

• фондоёмкость – показатель, обратный фондоотдаче, который показывает величину стоимости основных фондов, приходящуюся на единицу продукции, выпущенную предприятием:

$$\text{Фондоёмкость} = \frac{\text{Среднегодовая стоимость основных производственных фондов}}{\text{Стоимость произведенной продукции}}$$

• фондвооружённость — характеризуется стоимостью основных производственных фондов, приходящейся на одного работника предприятия или отрасли в целом:

$$\text{Фондовооружённость} = \frac{\text{Среднегодовая стоимость основных производственных фондов}}{\text{Среднесписочная численность работающих на предприятии}}$$

• Фондоотдача — комплексный синтетический показатель. Он зависит, с одной стороны, от состава, структуры, качества, темпов изменения и эффективности использования основных фондов, с другой стороны, от темпов увеличения выпуска продукции. Практика показывает, чем ниже стоимость основных фондов, меньше износ и больше доля их активной части, тем выше фондоотдача.

Оценка эффективности инвестиционного проекта

В ходе постановки и решения задач, относящихся к проблемам реализации долгосрочных инвестиций, возникает потребность в оценке их эффективности, а, следовательно, целесообразности финансирования.

Основные методы оценки программы инвестиционной деятельности:

- чистой текущей стоимости (Net Present Value, NPV);
- срока окупаемости инвестиций (Payback Period, PP);
- индекса рентабельности инвестиций (Profitability Index, PI);
- внутренней нормы доходности (Internal Rate of Return, IRR).

Таблица 4.

Показатели эффективности инвестиционных проектов

Показатели на дисконтированной основе –(динамические показатели)	Показатели на не дисконтированной основе (статические показатели)
Чистая текущая стоимость (NPV)	Срок окупаемости (PP)
	Валовой рентный мультипликатор (GRM)
Внутренняя норма дохода (IRR)	Общая стоимость доходов (OAR)
Ставка дохода финансового менеджмента (FMRR) (недвижимость)	Ставка денежных поступлений на собственный капитал (EDR)
Техника Эллвуда (недвижимость)	Метод среднегодового дохода
Индекс доходности (PI)	Общие годовые поступления на собственный капитал
	Чистый располагаемый доход (NSI)
	Бухгалтерская ставка доходности
	Простая норма прибыли (ROI)

В основе метода чистой текущей стоимости заложено следование целевой установке, определяемой собственниками предприятия: повышение ценности компании, количественной оценкой которой служит ее рыночная стоимость. Метод основан на сопоставлении величины исходной инвестиции (I_0) с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока (PV). Поскольку приток

денежных средств распределен во времени, он дисконтируется с помощью ставки дисконтирования r , устанавливаемой аналитиком (инвестором) самостоятельно исходя из ежегодного процента возврата, который он хочет или может иметь на инвестируемый им капитал.

Если предполагается, что единовременные инвестиции (I_0) будут генерировать в течение n лет приток денежных средств P_1, P_2, \dots, P_n , общая накопленная величина дисконтированных доходов (Present Value, PV) и чистая текущая стоимость (Net Present Value, NPV) соответственно рассчитываются по формулам:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

Здесь CF – Cash Flow – денежные потоки за период времени

i – interests - процентная ставка

n – период времени

PV – present value – начальная стоимость

I_0 – initial Investment – первоначальные инвестиции

$$NPV = \sum_{t=1}^T CF_t * \frac{1}{(1+i)^t} - I_0$$

$\frac{1}{(1+i)}$ → коэффициент дисконтирования

Если $NPV > 0$, проект следует принять; при $NPV < 0$ проект следует отвергнуть.

Метод расчета срока окупаемости инвестиций, являющийся одним из самых простых и широко распространенных в мировой учетно-аналитической практике, не предполагает временной упорядоченности денежных поступлений. Срок окупаемости инвестиций определяет продолжительность времени, необходимого для возмещения инвестиционных затрат из чистых денежных потоков. Алгоритм расчета срока окупаемости (PP) зависит от равномерности распределения прогнозируемых доходов от инвестиции.

Если величина денежных потоков постоянная в каждом году

реализации инвестиционного проекта, формула расчета следующая:

$$PP = \frac{I_0}{CF_t}$$

где I_0 – величина начальных инвестиционных затрат;

CF_t – годовой приток денежных средств от реализации инвестиционного проекта.

Проекты со сроком окупаемости меньше, чем установленный инвестором или самим предприятием нормативный промежуток времени принимаются с большим сроком окупаемости - отклоняются. Из нескольких взаимоисключающих проектов следует принимать проект с меньшим сроком окупаемости.

Метод расчета индекса рентабельности инвестиций. Важным показателем, используемым для оценки и прогнозирования эффективности инвестиций, является индекс рентабельности, основанный на дисконтировании денежных поступлений. Расчет его производится по формуле:

$$PI = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} / I_0$$

Если $PI > 1$, проект следует принять; при $PI < 1$ проект следует отвергнуть.

В отличие от чистой текущей стоимости индекс рентабельности является относительным показателем: он характеризует уровень доходов на единицу затрат, т.е. эффективность вложений – чем больше значение этого показателя, тем выше отдача каждого сума, инвестиционного в данный проект. Благодаря этому критерий PI очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения NPV .

Метод расчета внутренней нормы доходности инвестиции. Под внутренней нормой доходности инвестиции (IRR) понимают значение ставки

дисконтирования, при которой NPV проекта равен нулю:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} - I_0 = 0$$

Смысл расчета внутренней нормы доходности при анализе эффективности планируемых инвестиций заключается в следующем: IRR показывает ожидаемую доходность инвестиционного проекта и, следовательно, максимально допустимый относительный уровень затрат, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Если проект полностью финансируется за счет банковского кредита, значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным. Независимо от того, с чем сравнивается IRR, очевидно одно: проект принимается, если его IRR больше некоторой пороговой величины; поэтому при прочих равных условиях, как правило, большее значение IRR считается предпочтительным.

3. Разработка инвестиционного проекта расширения производства и оценка его эффективности

Рассмотрим один из инвестиционных проектов в основные фонды на примере ново создаваемой предприятия специализированного на производстве соли ООО «KarSalt». Данный проект был взят с сайта UZINVEST.UZ.

Таблица 2

Состав затрат инвестиционного проекта «KarSalt»

Наименование	Цена для соли "EXTRA"	Цена для пищевой соли
Соль сырьё из карьера в мешках	95	180
Затраты на газ	35	20
Затраты на электроэнергию	65	15
Йодирование	50	50

Расходы на воду	50	40
Зарплата	15	80
Транспортировка	30	30
Упаковка	220	220
Прочие расходы	50	50
Итого расходы	605	645

Проект №480 Производство соли в Навоийской области. Производство соли “экстра” и пищевой. В настоящий момент в проект уже вложено 1 700 000 000 сум для ремонта и на приобретение оборудования. Необходимо дополнительно: 2 300 000 000 сумов/190 450 \$. В том числе на приобретение Оборудования на 3 год проекта – 1 300 000 000 сум;
Сырья на 2 год – 1 000 000 000 сум.

Чистая прибыль в год: 1 275 000 000 сум / 150 000 \$. Распределение прибыли: 50/50. Срок начала ввода в эксплуатацию проекта: 4 месяц. Рентабельность инвестированного капитала – 78% ROI(return on investment)

$$ROI = \frac{\text{Прибыль} + (\text{Цена Продажи} - \text{Цена Приобретения})}{\text{Цена приобретения}}$$

$$= \frac{1\,275\,000\,000 + 800 * 4\,000\,000 + 700 * 9\,000\,000 - 605 * 4\,000\,000 - 645 * 9\,000\,000}{605 * 4\,000\,000 + 645 * 9\,000\,000} = 0,31\%$$

Это значит, что каждый 1 000 сум инвестиций мы получаем доход в сумму 310 сум

Финансовый план

Наименование	Соли “Экстра”	Пищевой соли
Себестоимость за кг, в сум	605	645
Цена продаж за кг, в сум	800	700
Производительность завода, тн/год	4 000	9 000
Выручка в год	3 200 000 000	6 300 000 000
Себестоимость товара	2 420 000 000	5 805 000 000
Чистая прибыль	780 000 000	495 000 000

1. Рассчитаем NPV при ставке сравнения I(1) =16% для соли «Экстра»
I (2) =15%

$$I(3) = 14\%$$

$$I(4) = 13\%$$

Коэффициент дисконтирования $d = 1/(1+i)$

Таблица 4.

Состав денежных потоков за 4 года (Cash flow)

срок(год)	Io	RF	CF
1	1700000000	1275000000	-425000000
2	1000000000	1275000000	275000000
3	1300000000	1275000000	-250000000
4	-	1275000000	1275000000

$$NPV = -\frac{425\,000\,000}{(1+0.16)} + \frac{275\,000\,000}{(1+0.15)^2} - \frac{25\,000\,000}{(1+0.14)^3} + \frac{1\,275\,000\,000}{(1+0.13)^4} = -366\,379\,310 + 207\,939\,509 - 16\,874\,287.9 + 781\,981\,378 = 606\,667\,289$$

Так как $NPV > 0$, то проект можно принять.

2. Рассчитаем период окупаемости – PP, при первоначальных инвестициях $I_0 = 4\,000\,000\,000$

1 год - -425 000 000

2 год – 275 000 000 → -150 000 000 (не окупился)

3 год - -25 000 000 → -175 000 000 (не окупился)

4 год – 1 275 000 000 → 1 100 000 000 (окупился)

$PP = 3 \text{ года} + 175\,000\,000 / 1\,275\,000\,000 \text{ года} = 3,13 \text{ года} = 3 \text{ года } 1,5 \text{ месяца}$

3. Рассчитаем индекс рентабельности:

$$CF = 1550$$

$$RF = 450$$

$PI = 1550 / 450 = 3.45$ → Это означает что на каждые 1000 сум отдача составляет 2450 сум

4. Рассчитаем внутреннюю норму доходности. Он показывает какой должна быть минимальная норма доходности при котором проект будет всё ещё прибыльной, то есть $NPV = 0$

$$t(r) = \frac{\sum R(k) \cdot t(k)}{\sum R(t)} = \frac{275\,000\,000 \cdot 2 + 1275\,000\,000 \cdot 4}{275\,000\,000 + 1275\,000\,000} = \frac{5650}{1550} = 3.645$$

$$t(c) = \frac{\sum C(k) * t(k)}{\sum C(t)} = \frac{425000000 * 1 + 250000000 * 3}{425000000 + 250000000} = 1.111$$

$$IRR = \left(\frac{t(r) - t(c)}{\sqrt{\frac{\sum R(t)}{\sum C(t)}}} - 1 \right) * 100\% =$$

$$= \left(\frac{2.534 - 1.111}{\sqrt{\frac{15500000000}{450000000}}} - 1 \right) * 100\% = 62.92\%$$

Вывод: данный проект является очень привлекательным для инвесторов, во-первых, потому что:

- Рентабельность (для производителя) очень высокий – 31%
- NPV = 606 667 289 (положительный)
- PP = чуть больше 3 лет
- Индекс рентабельности (для инвестора) = 3,45
- IRR = 62.92% - что означает даже при ставке сравнения 62% проект будет прибыльным и инвестору не надо беспокоиться об инфляции.

Критерии эффективности инвестиций

Существуют 2 метода оценки эффективности – статистический и динамический методы.

Статистический методы включает выше упомянутые формулы, тогда как динамический метод подразумевает рассмотрение данных о прибыльности инвестиционных проектов и дать приблизительную оценку настоящему проекту. Этот метод в основном используется в инвестиции нематериальных активов и ценных бумаг.

В данном случае, основным критерием эффективности инвестиции является минимум обобщающих затрат. То есть максимальное сокращение затрат по:

- Зарплате персонала
- Материальные и энергетические затраты
- Затраты на инструменты, приспособления и спецоснастку
- Затраты на обслуживание оборудования.
- Оптимизация калькуляции амортизационных отчислений.

ГЛАВА 4. ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ОЦЕНКИ В БИЗНЕСЕ

План

- 4.1 Денежные или бухгалтерские потоки?
- 4.2 Действительно ли денежные потоки возникают в конце года?
- 4.3 Какие денежные потоки учитывать?
- 4.4 Налогообложение
- 4.5 Инфляция

4.1 Денежные или бухгалтерские потоки?

Должна ли компания при оценке конкретной инвестиционной возможности выявлять и дисконтировать денежные выплаты и поступления или ей следует дисконтировать доходы от проекта? Это важный вопрос, так как, по-видимому, многие компании используют в качестве отправной точки для инвестиционной оценки метод прогнозирования бухгалтерских показателей. Но, как мы видели в главе 4, денежные потоки от конкретного проекта в определенный период времени редко будут совпадать с бухгалтерской прибылью от проекта за тот же самый период.

Если мы вернемся к принципам, на которых основывается концепция NPV, то увидим, что при дисконтировании учитываются альтернативные издержки инвестиций. Как только возникает необходимость вложить сумму денег в проект, исчезает возможность получить доход от этой суммы из другого источника. Лишь тогда, когда деньги, вложенные в проект, вернутся обратно, компания сможет использовать их для выплаты дивидендов, погашения займов, сможет отдать эту сумму в долг или реинвестировать в другой проект.

На протяжении цикла жизни проекта бухгалтерская прибыль равна сумме чистых (недисконтированных) денежных потоков; различается лишь

распределение потоков во времени. Почему это так важно?

Роль финансовой отчетности и инвестиционной оценки

Финансовая отчетность, как мы видели в главе 3, предназначена для оценки прибыли (увеличения богатства) за определенный период, например за год. Для этого каждый период необходимо рассматривать как автономную единицу — вопреки тому, что большинство инвестиционных проектов компании не будут завершены в течение этого периода. Внеоборотные средства (например, станок), возможно приобретенные в прошлом периоде, могут быть использованы в текущем периоде и будут принадлежать компании и использоваться в последующие периоды. Товарные запасы, приобретенные в прошлом периоде, могут быть проданы в текущем. Продажи, произведенные (в кредит) в текущем периоде, могут быть оплачены покупателями в следующем периоде. Финансовая отчетность игнорирует распределение во времени выплат и поступлений денежных средств и сосредоточивается на ресурсах, полученных и израсходованных в течение данного периода. Стоимость (за вычетом ожидаемых поступлений от выбытия) внеоборотных активов «размазывается» ровным слоем (амортизируется) в течение всего срока их жизни таким образом, чтобы на каждый период приходилась доля издержек, независимо от того, выплачивались ли в действительности какие-либо деньги продавцам внеоборотных активов в рассматриваемый конкретный учетный период. Выручка от продаж и кредит, взятый в счет этой выручки компанией-продавцом, обычно учитываются, когда товары переходят из рук в руки или предлагается услуга, независимо от того факта, что денежные поступления могут запаздывать на несколько недель. Уменьшение ресурсов фирмы в результате продажи товарных запасов фиксируется на дату продажи, а не на момент приемки или оплаты товара покупателем.

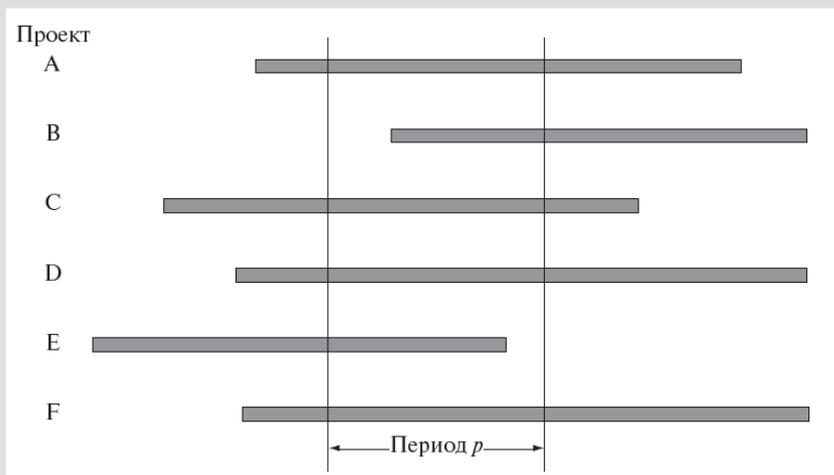
Эти особенности не являются недостатками финансовой отчетности. Ее роль заключается в том, чтобы постараться измерить доход (прибыль) в течение периодов времени таким образом, чтобы заинтересованные стороны

могли производить регулярную оценку развития компании. Так как обычно проекты не ограничиваются рамками столь кратких периодов, как один год, то в финансовом учете для решения этой проблемы необходимо использовать некий скорректированный подход; подобная концепция представляется вполне логичной.

Перед инвестиционной оценкой, однако, стоит несколько иная цель, чем перед финансовой отчетностью. Она заключается в том, чтобы оценить проект за все время его существования, а не за отдельно взятый период жизненного цикла. Это различие целей представлено графически на рис. 5.1. На нем показана компания, осуществляющая шесть инвестиционных проектов (A—F), каждый из которых начинается и заканчивается в разное время. Задача финансовой отчетности — оценить прибыль за конкретный период, например p . В этом периоде один проект (E) заканчивается, другой (B) начинается, а остальные четыре проекта действуют на всем протяжении периода p .

Рисунок 5.1

Шесть инвестиционных проектов компании. Реализация всех этих проектов осуществляется в течение нескольких учетных периодов



Проблема финансовой отчетности заключается в том, чтобы попытаться произвести оценку общей суммы богатства, генерируемой всеми проектами компании в течение определенного периода в условиях, когда не все денежные потоки от проекта завершаются в рамках этого периода.

Инвестиционная оценка позволяет определить, прежде чем проект начнется, является ли он приемлемым. Оценка прибыли обычно бывает дробной по периодам, а инвестиционная оценка объединяет весь период.

Преобразование бухгалтерских потоков в денежные потоки

При использовании метода NPV необходимо дисконтировать ожидаемые денежные потоки, а не бухгалтерскую прибыль. Однако зачастую, когда проекты оцениваются до их возможного осуществления, они бывают выражены в категориях ожидаемой прибыли; поэтому нам нужно преобразовать подобную информацию в денежные потоки.

Существует две сферы, в которых бухгалтерская прибыль должна быть скорректирована:

- **рабочий капитал (working capital);**
- **амортизация (depreciation).**

Что касается операционных статей, касающихся выручки от продаж и затрат на материалы, оплату труда и накладных расходов, корректировка бухгалтерских потоков в денежные потоки может осуществляться путем учета требований к рабочему капиталу проекта.

Пример 5.1

Проект по производству деталей, в случае его принятия, начнется 1 января с покупки (и оплаты) станка для производства этих деталей. Материалы для использования в производстве деталей будут приобретены в январе, оплачены в феврале и в феврале же будут использованы для производства. Продукция, произведенная в феврале, будет в этом же месяце продана в кредит, а покупатели заплатят в апреле. Если ежемесячная закупка сырья и материалов составит 10 000 ф. ст., а ежемесячная выручка от продажи деталей — 20 000 ф. ст., то с началом реализации проекта инвестиции в рабочий капитал в любой заданный момент времени составят:

	<i>Ф. ст.</i>
Дебиторская задолженность (два месяца по 20 000 ф. ст. в месяц)	40 000
Запасы сырья и материалов (один месяц по 10 000 ф. ст. в месяц)	<u>10 000</u>
	50 000
Минус кредиторская задолженность (один месяц по 10 000 ф. ст. в месяц)	<u>10 000</u>
	<u>40 000</u>

(Предполагается, что уровень деловой активности, величина складских запасов и сроки кредита остаются постоянными.) Итак, чтобы учесть различия между операционными бухгалтерскими потоками и денежными потоками, мы можем рассматривать 40 000 ф. ст., т.е. разницу между бухгалтерскими и денежными потоками, в качестве первоначальной инвестиции в проект.

Нам также придется рассматривать данную сумму как поступление в конце проекта. Это логично, так как в течение последних нескольких месяцев

осуществления проекта объем денежных средств, полученных в качестве выручки от реализации, будет превышать объем сбыта; дебиторы будут продолжать платить в течение двух месяцев после окончания проекта. В течение последнего производственного месяца материально-производственные запасы не будут приобретаться, хотя поставщикам приобретенных в предыдущем месяце материалов нужно будет заплатить в течение этого последнего месяца.

При условии, что это признание разницы в сроках (40 000 ф. ст.) правильно скорректировано, операционные бухгалтерские потоки могут использоваться в качестве суррогатного показателя вместо (более точного значения) денежных потоков.

Ошибка в корректировке бухгалтерских потоков будет приводить к искаженной оценке, обычно создавая более благоприятную картину, чем та, что опирается на факты. А более благоприятную картину она будет создавать потому, что бухгалтерские потоки не отражают того, что (как это показано выше, в Примере 5.1) продажи обычно производятся в кредит и, таким образом, приток денежных средств может на некоторое время отставать от продаж. В результате покупки фирмой сырья и материалов в кредит создается противоположный перекосяк, но его эффект может быть нивелирован в том случае, если компания при этом хранит на складе запасы материалов и, возможно, готовой продукции.

В любом случае по проектам, представляющим интерес для компании, выручка от продаж будет больше, чем операционные издержки. Следует учитывать и тот факт, что продажи обычно производятся в кредит, в то время как некоторые значительные операционные издержки (например, выплаты по заработной плате) подлежат оплате практически немедленно.

Для капитальных расходов и разного рода поступлений от выбытия активов необходимо определить, когда именно возникнут эти денежные потоки. Амортизация, уменьшающая операционную прибыль, должна быть исключена.

Пример 5.2

Предполагается, что проект, предусматривающий первоначальные расходы в 200 000 ф. ст. на оборудование, будет генерировать ежегодную прибыль в 60 000 ф. ст. (за вычетом амортизации) в течение четырех лет. Амортизация начисляется равномерно, при этом в конце четвертого года оборудование продается по остаточной стоимости, т.е. за 40 000 ф. ст. Это означает, что ежегодные расходы на амортизацию составят 40 000 ф. ст. $[(200\ 000\ \text{ф. ст.} - 40\ 000\ \text{ф. ст.})/4]$. Первоначальные затраты — это исходящий денежный поток в нулевом году (на начало проекта), а продажа оборудования в конце — дополнительный входящий поток в году 4. Подсчитано, что требуемый объем рабочего капитала оценивается в 30 000 ф. ст. Таким образом денежные потоки составят:

Год	Ф. ст.
0	(230 000) (в том числе оборудование 200 000 ф. ст. + рабочий капитал 30 000 ф. ст.)
1	100 000 (в том числе прибыль без учета амортизации 60 000 ф. ст. + амортизация 40 000 ф. ст.)
2	100 000
3	100 000
4	170 000 (в том числе 100 000 ф. ст. + выручка от реализации оборудования 40 000 ф. ст. + высвобожденный рабочий капитал 30 000 ф. ст.)

Эти потоки должны быть дисконтированы по соответствующей ставке для расчета NPV.

То, что дисконтируются денежные потоки, а не прибыль, не означает, что амортизация игнорируется. Фактически она учитывается — в том смысле, что первоначальная инвестиция рассматривается как исходящий денежный поток, а выручка от реализации оборудования — как поток входящий; таким образом, на проект относят разницу между данными величинами.

4.2 Действительно ли денежные потоки возникают в конце года?

В примерах, которые мы до сих пор рассматривали, все денежные потоки возникали с периодичностью в один год после начала проекта. Для реальной практики такая ситуация, очевидно, не слишком показательна.

Большинство средств, инвестируемых компаниями, вкладывается в земельные угодья, здания и сооружения, производственное оборудование, товарные запасы и т.д. Отдача от них выражается в форме выручки от продаж, а понесенные затраты — в виде стоимости рабочей силы, материалов и накладных расходов. Совершенно ясно, что эти денежные

потоки, скорее всего, не будут отнесены на конец года. Они имеют тенденцию распределяться по всему году — либо более или менее равномерно, либо тяготея к каким-то определенным периодам года, что отражает сезонный характер некоторых видов бизнеса.

Строго говоря, нужно точно установить распределение денежных потоков во времени, а затем соответствующим образом дисконтировать эти потоки. Коэффициент дисконтирования $1/(1+r)^n$ будет одним и тем же; однако n — не обязательно целое число.

Хотя определить точный график денежных потоков нетрудно, обычно этого не делают. На практике распространено упрощающее допущение, согласно которому возникающие в течение года денежные потоки приходятся на конец года. Благодаря такому допущению вводится элемент погрешности, в результате чего денежные потоки обычно учитываются на несколько месяцев позже срока их фактического возникновения. Это приводит к систематическому занижению показателей NPV. Строго говоря, на практике, по-видимому, лучше прогнозировать денежные потоки по месяцам и дисконтировать их согласно ожидаемому моменту их возникновения. Уровень систематических ошибок, связанных с отнесением денежных потоков на конец года и корректировкой оборотного капитала, оценивается и обсуждается в работе Атрилла, Маклейни и Пойнтон (Atrill, McLaney и Pointon 1997).

4.3 Какие денежные потоки учитывать?

Как мы видели в главе 2, оценивать следует только те денежные потоки, которые существенны для данного решения. Существенными же денежные потоки станут только тогда, когда они будут различаться в зависимости от того, какое именно решение принято. Потоки, которые будут возникать независимо от решения, не должны учитываться. Например, если решение о том, производить или не производить новый продукт, не влияет на размер

постоянных накладных расходов, то эти расходы не должны учитываться при принятии решения; они не будут от него зависеть.

Аналогичным образом несущественными являются прошлые затраты (*past costs*), так как их размер неизбежно будет одним и тем же, вне зависимости от того, что произойдет в будущем. Например, при рассмотрении вопроса о том, следует ли заменить станок, который год назад стоил 50 000 ф. ст., нецелесообразно принимать в расчет эту сумму. Все, что должно быть рассмотрено, — это то, какую пользу в будущем может принести данный станок — либо в форме прибыли от использования, либо в виде поступлений от выбытия. Сегодня мы должны принять решение не о том, приобретать или не приобретать станок в прошлом году; то решение уже было принято год назад и было хорошим или плохим. В любом случае изменению оно не подлежит.

Альтернативные денежные потоки

Учитывать следует не только те денежные потоки, которые, как ожидается, должны реально возникнуть. Альтернативные денежные потоки не менее важны, чем фактические. Если в только что рассмотренном примере станок обладает текущей рыночной стоимостью 10 000 ф. ст., то одним из денежных потоков, связанных с сохранением станка, станет исходящий поток в сумме 10 000 ф. ст., который может возникнуть в любой момент, когда станок решат продать, в случае если предпочтение будет отдано альтернативному действию — продаже. Конечно, если станок сохранят, этот денежный поток в действительности не возникнет; тем не менее его следует принять во внимание, так как сохранение станка лишает компанию возможности продать его. Сумма 10 000 ф. ст. отражает разницу, возникающую в результате данного решения. Некоторые альтернативные денежные потоки имеют весьма отдаленное отношение к рассматриваемому проекту и легко могут быть упущены из виду, если не обратить на них должного внимания. Примерами таких альтернативных денежных потоков могут служить потерянная выручка от продаж и переменные издержки по

какому-либо осуществляемому фирмой виду деятельности в случае внедрения нового вида деятельности. Например, дирекция сети магазинов, изучающая целесообразность открытия нового филиала, должна оценить не только денежные потоки от этого филиала. Она также должна рассмотреть возможные изменения денежных потоков в других филиалах, расположенных в том же районе.

Компания Next plc (розничная торговля) отмечает в своем годовом отчете за 2004 г.: «Оценивая перспективы открытия новых торговых точек, мы учитываем возможность ухудшения конъюнктуры в соседних магазинах...»

Прогнозирование денежных потоков

Инвестиционная оценка имеет дело с прогнозами будущих денежных потоков. Прогнозирование денежных потоков, связанных с различными вариантами решения, дело трудное и чреватое ошибками. Подробное рассмотрение методов и проблем прогнозирования выходит за рамки нашей книги. Эти методы включают использование статистической информации по прошлым процессам (собранной как внутри компании, так и за ее пределами), проведение маркетинговых исследований, консультирование с экспертами.

Издержки финансирования: стоимость капитала

Один из видов денежных потоков, которые не включаются в оценку, — затраты на привлечение капитала для поддержки проекта. Дисконтирование учитывает издержки финансирования (*financing cost*) полно и логично, уменьшая (дисконтируя) будущие денежные потоки с учетом периода использования денежных средств и на основе соответствующей процентной ставки.

До сих пор мы говорили об издержках финансирования как о «проценте» (*interest*), как будто все финансовые средства предоставляются за счет займов. На практике большинство компаний финансируется за счет совокупности денежных средств, предоставляемых собственниками

(акционерами в случае акционерных компаний) и кредиторами. Таким образом, издержки финансирования — это частично затраты на использование акционерного капитала (*cost of equity*), а частично затраты на выплату процентов по кредиту (*interest cost*). Впредь в этой книге термином стоимость капитала (*cost of capital*) мы будем определять совокупные издержки финансирования и базовую ставку дисконта.

4.4 Налогообложение

При оценке проекта должны быть учтены денежные потоки, связанные с налогообложением. Реализация большинства проектов повлечет за собой изменение размера налога на прибыль корпорации. Это может быть связано с предоставлением налоговых льгот (скидок) инвестору, дополнительным налогообложением от проекта или снижением налоговой ставки в результате понесенных потерь. Эти изменения необходимо учесть при проведении инвестиционной оценки.

Налогооблагаемая прибыль

Компании облагаются налогом на основе прибыли, показанной в отчете о прибылях и убытках (отчете о доходах), который составляется на основе общепринятых принципов и правил бухгалтерского учета. Однако этот показатель прибыли требует некоторой корректировки. Существует целый ряд статей расходов и доходов, которые законным образом представлены в отчете о прибылях и убытках, но тем не менее, согласно закону, не учитываются при исчислении налогооблагаемой прибыли.

Большинство этих статей не очень типичны по степени распространенности и довольно несущественны по значению, хотя среди них есть одна, которую не назовешь ни редкой, ни тривиальной. Это амортизация — бухгалтерский метод распределения капитальных затрат на внеоборотные активы в течение срока их использования. В налоговых целях амортизация должна быть прибавлена к прибыли, показанной в отчете о прибылях и убытках, в целях замены на налоговые скидки.

Налоговые скидки

Налоговые скидки (налоговые списания) (capital allowances) применяются к налогооблагаемой прибыли для предоставления налоговых льгот по расходам на внеоборотные активы. Существует ряд категорий активов, в составе которых закон выделяет многообразные виды внеоборотных активов компаний. Для каждого из этих видов имеются свои правила предоставления скидок. На практике наиболее важными для обычной компании являются две категории скидок, связанные с производственным оборудованием и промышленными зданиями.

Производственное оборудование и технологические сооружения

Сюда входит широкий спектр активов, от промышленного оборудования до учебных пособий для юристов, а также транспортные средства. Для покрытия расходов на производственное оборудование и технологические сооружения компаниям позволяет уменьшить налогооблагаемую прибыль за период, в течение которого амортизируется актив, на 25% цены этого актива.

Пример 5.3

В 2006 г. компания Carriers Ltd покупает фургон для доставки продукции за 12 000 ф. ст. В связи с этим компания имеет право на следующие налоговые скидки:

Год	Баланс на начало периода, ф. ст.	Налоговая скидка (списание), ф. ст.
2006	12 000	3000 (25% от 12 000 ф. ст.)
2007	9 000	2250 [25% от (12 000 ф. ст. – 3000 ф. ст.)]
2008	6 750	1688
2009	5 062	1266
	и т.д.	

Расчет по этой модели будет производиться до тех пор, пока фургон не продан или не отправят на свалку.

Когда компания по той или иной причине «избавляется» от актива, Управление налоговых сборов возмещает ей все недополученные льготы и изымает переплаченные суммы. Например, если компания Carriers Ltd (из Примера 5.3) в 2009 г. продаст фургон за 6000 ф. ст., налог будет взиматься с суммы 938 ф. ст. (т.е. 6000 ф. ст. — 5062 ф. ст.). С другой стороны, если бы поступления от выбытия составили 4000 ф. ст., то компании была бы

предоставлена дополнительная скидка в сумме 1062 ф. ст. (т.е. 5062 ф. ст. — 4000 ф. ст.).

Промышленные здания

Это здания, используемые прямо или косвенно в промышленности, транспорте и других сферах деятельности. В данное определение не входят магазины и офисы.

Скидка позволяет компаниям уменьшать налогооблагаемую прибыль на 4% стоимости здания в каждом году владения и пользования зданием. При выбытии актива денежные поступления приведут к изъятию необоснованных скидок или предоставлению дополнительной льготы, если разница между ценой и поступлениями от выбытия еще не полностью освобождена от налогообложения. Рассмотрев базу налогообложения прибыли компаний в Узбекистана, целесообразно перейти к примеру.

Пример 5.4

Отчет о прибылях и убытках компании Amalgamated Retailers plc за год, заканчивающийся 31 мая 2006 г., показал чистую прибыль в 2 640 000 ф. ст. При расчете этой суммы амортизация начислялась следующим образом:

	<i>Ф. ст.</i>
Торговые помещения	120 000
Торговое оборудование	85 000

В течение года компания закупила новые автоматизированные кассовые аппараты для всех своих филиалов на общую сумму 500 000 ф. ст. и потратила 850 000 ф. ст. на приобретение безусловного права собственности (*freehold*) на новые магазины (все они открылись в этом году). Остаточная стоимость, подлежащая налогообложению (*tax written down value*), оборудования магазина по состоянию на 1 апреля 2005 г. составляла 210 000 ф. ст.

При первой возможности компания всегда стремится использовать все имеющиеся скидки и льготы.

Ниже представлен расчет налогооблагаемой прибыли:

	<i>Ф. ст.</i>
Чистая прибыль (из Отчета о прибылях и убытках)	2 640 000
<i>Плюс:</i> амортизация:	
Помещения	120 000
Оборудование	<u>85 000</u> <u>205 000</u>
	2 845 000
<i>Минус:</i> налоговые скидки (см. ниже)	
Налогооблагаемая прибыль	<u>2 667 500</u>
<i>Налоговые скидки — торговое оборудование</i>	
Остаточная стоимость на 01.04.05	210 000
<hr/>	
	<i>Ф. ст.</i>
<i>Плюс:</i> прирост активов	<u>500 000</u>
<i>Минус:</i> налоговая скидка 25%	<u>177 500</u>
Остаточная стоимость на 31.03.06	<u>532 500</u>

При приобретении безусловного права собственности на недвижимость

(*freehold*) не предоставляется никаких налоговых льгот, так как фрихолды не входят ни в один из классов активов, по которым даются налоговые скидки.

Налоговые ставки и сроки выплат

Налог с налогооблагаемой прибыли составляет 30% для коммерческих компаний, имеющих высокую прибыль, и 19% для тех, чья прибыль меньше.

Таким образом, обязательства по налогам компании Amalgamated Retailers в примере, представленном выше, будут следующими:

$30\% \times 2\,667\,500 \text{ ф. ст.} = 800\,250 \text{ ф. ст.}$

Этот налог будет выплачиваться четырьмя равными взносами.

Из вышесказанного следует, что налоговые денежные потоки в случае инвестиций в некоторые виды внеоборотных активов могут отставать по времени от денежных потоков, которыми они обусловлены. Важно определить это отставание, в особенности если соответствующие денежные потоки будут значительными.

4.5 Инфляция

На протяжении почти всего XX в. происходила эрозия покупательной способности британского фунта стерлингов. Она продолжается и в XXI в. Много написано о причинах этого явления и о том, как его лечить, но рассмотрение этих вопросов выходит за рамки данной книги. Впрочем, воздействие инфляции (*inflation*), проблемы, которые она создает для лиц, принимающих инвестиционные решения, и то, как им справиться с этими проблемами, представляет для нас интерес.

Даже при относительно низком уровне инфляции (скажем, менее 3%) за длительный период времени цены будут сильно меняться. Цена товара, который сегодня стоит 100 ф. ст., через пять лет вырастет до 115,93 ф. ст., если будет ежегодно увеличиваться на 3%.

Принципиальная проблема, с которой сталкиваются те, кто принимает решение, заключается в том, как прогнозировать будущие денежные потоки: в реальных (постоянных) ценах (*real terms*) или в номинальных (текущих)

ценах (money (or nominal) terms).

«В реальных ценах» здесь означает, что нужно исходить из сегодняшних цен (на день принятия решения); номинальные цены — это уровень цен, который прогнозируется на дату будущего денежного потока.

Составление прогноза в постоянных ценах, вероятно, более легкое занятие, так как не требует какой-либо оценки уровня инфляции. Прогнозировать в текущих ценах не значит просто взять прогноз в постоянных ценах и скорректировать его на величину инфляции, так как разные типы денежных потоков по-разному будут подвергаться воздействию инфляции. Мы будем рассматривать инфляцию как процесс, касающийся всех товаров в одинаковой степени, но это неправильно. Инфляция действует дифференцированно. Такой показатель, как индекс розничных цен (*Retail Price Index, RPI*), с помощью которого довольно часто оценивается инфляция, является просто средневзвешенным значением уровня инфляции на товары, приобретаемые среднестатистическим домохозяйством. Внутри этого уровня цены на некоторые товары могут быть стабильными или даже снижаться, несмотря на то что средневзвешенное значение будет расти.

Оценка проектов в номинальных ценах требует прогнозирования уровня будущих цен для каждого элемента решения. Во многих случаях исходное условие о том, что цены всех элементов будут расти одинаково, по-видимому, не окажет серьезного воздействия на решение. Однако в других случаях это упрощение может привести к искажениям.

Другой элемент решения, на который повлияет инфляция, — это ставка дисконта. Стоимость капитала в общем отражает ожидаемый общий уровень инфляции. Поставщики финансовых средств требуют компенсации за свою готовность отложить потребление. Они склонны требовать дополнительной компенсации в условиях, когда не только откладывается потребление суммы, отданной ими в долг, но еще и сокращается конечный объем потребления в результате подорожания товаров и услуг за период погашения ссуды.

Взаимосвязь между реальной и номинальной ставками процента и уровнем инфляции следующая:

$$1 + r_n = (1 + r_r)(1 + i)$$

где r_n — номинальная ставка процента (т.е. фактическая ставка процента, подлежащая уплате заемщиком), r — реальная процентная ставка (ставка, выплачиваемая в том случае, если уровень инфляции равен нулю); и i — ожидаемый общий уровень инфляции в экономике. Там, где нет инфляции, r_n будет равен r_r .

Последовательное применение метода

В принципе не важно, какие денежные потоки, номинальные или реальные, используются в NPV-анализе, при условии что к каждому из них применяется соответствующая ставка дисконта.

Там, где денежные потоки вычисляются в номинальных ценах (т.е. включающих прогноз воздействия инфляции), ставка дисконта также должна отражать инфляционные ожидания. Таким образом, необходимо, чтобы ставка дисконта основывалась на номинальной стоимости капитала.

Если же денежные потоки оцениваются в реальных (постоянных) ценах, то и ставка дисконта должна основываться на реальной (постоянной) стоимости капитала.

Важно, чтобы взятый на вооружение подход применялся последовательно и неуклонно. Например, использование реальных денежных потоков в сочетании с номинальной ставкой дисконта приведет к занижению NPV, что в итоге может стать причиной отказа от заманчивого проекта. Результаты исследования, проведенного в Узбекистане в 1970-х гг. Карсбергом и Хоупом (Carsberg and Hope 1976), показывают, что отказ от хороших проектов в результате неправильного учета инфляции является серьезной проблемой.

Друри, Бронд, Осборн и Тейлз (Drury, Braund, Osborne and Tayles 1993) в своем обследовании 260 британских промышленных компаний обнаружили, что только 27% этих компаний правильно учитывали

инфляцию, а 13% совершали ошибку, которая, возможно, была несущественной. Остальные 60% компаний учитывали инфляцию таким образом, что это приводило к абсолютно неверным результатам. Однако Ал-Али и Аркрайт (Al-Ali and Arkwright 2000) в проведенном в конце 1997 г. опросе крупных британских компаний отметили, что только 3% из 73 респондентов неверно учитывали инфляцию. Это может свидетельствовать о повышении квалификационного уровня финансовых менеджеров. Ал-Али и Аркрайт также выявили, что около половины опрошенных использовали «реальные», а другая половина — «номинальные» показатели.

Использование денежных потоков в реальных (постоянных) ценах и соответствующей ставки дисконта не исключает прогнозирования уровня инфляции. Реальная стоимость капитала определяется не так легко, как в случае с номинальной ставкой. Например, номинальные процентные ставки на государственные облигации ежедневно публикуются в ряде газет. Их можно конвертировать в реальные (постоянные) ставки путем корректировки с учетом ожидаемых в будущем темпов инфляции, которые включены в них. Чтобы определить ожидаемый уровень инфляции, возможно, лучше всего исходить из некоего усредненного или согласованного обобщения экономических прогнозов, которые регулярно публикуются рядом коммерческих и академических организаций, а также (применительно к Узбекистану) Банком Англии.

В подходе к инфляции главным в процессе принятия инвестиционного решения является то, что ее нельзя игнорировать, тем более при ее нынешних высоких темпах. Инфляцию следует не просто учитывать, но учитывать последовательно на основе одного из рассмотренных подходов. Номинальные денежные потоки должны дисконтироваться по номинальным ставкам дисконта, а реальные (постоянные) — по реальным (постоянным) ставкам дисконта.

Учитывая сугубо практические соображения, останавливаться на которых здесь нецелесообразно, использование реальных (постоянных)

денежных потоков и реальных (постоянных) ставок дисконта значительно усложняет расчеты. Как правило, гораздо проще пользоваться их номинальными аналогами.

Ограничение величины капитала

В главе 4 мы видели, что компания будет максимизировать благосостояние акционеров путем осуществления всех инвестиционных возможностей с положительной NPV, дисконтированной по соответствующей стоимости капитала.

При определенных обстоятельствах у компании может отсутствовать способность или желание осуществлять все подобные инвестиционные возможности, так как она не может или не хочет изыскать необходимые средства. Тогда говорят об ограничении величины капитала (*capital rationing*). Ситуация, когда компания не может привлечь средства из-за того, что их источники ограничены, называется жестким ограничением величины капитала (*hard capital rationing*). Там, где ограничения наложены изнутри, например когда компания чувствует, что не обладает достаточным управленческим талантом, для того чтобы расширяться сверх определенного уровня, речь идет о мягком ограничении величины капитала (*soft capital rationing*).

Мягкое ограничение величины капитала может возникать и в тех случаях, когда, несмотря на доступность финансовых средств, компания считает дорогим или затруднительным их немедленное привлечение при возникновении инвестиционной возможности. Например, компания может посчитать для себя более экономически выгодным привлечение средств посредством крупного единовременного займа, нежели через поэтапное финансирование. Результаты исследований позволяют сделать вывод, что в реальной жизни серьезный дефицит капиталовложений довольно редкое явление и что средств для реализации жизнеспособных проектов достаточно (Pike and Ooi 1988). В большинстве случаев речь, по-видимому, идет о мягком ограничении размера капитала. Арнолд и Хадзопулос (Arnold and

Natzopoulos 2000) обнаружили, что почти у половины исследованных ими компаний мягкое ограничение величины привлекаемого капитала иногда приводит к отказу от реализации жизнеспособных проектов.

Можно утверждать, что какого-либо жесткого ограничения величины капитала не существует, поскольку всегда можно изыскать средства для финансирования проекта. Если проект рассматривается как рискованный, финансирование может быть дорогим (т.е. стоимость капитала будет высокой), однако финансирование по той или иной цене всегда доступно. Если ожидаемые денежные потоки от проекта, дисконтированные с учетом этой высокой стоимости капитала, не могут принести положительную NPV, проект должен быть отклонен. Впрочем, эта позиция применяется к любому типу проектов в любое время: если проект не может принести положительной NPV, его следует отклонить.

В любом случае ограничение величины капитала означает, что спрос на финансы превышает доступный объем финансовых средств.

Независимо от того, идет ли речь о мягком или о жестком ограничении величины капитала, основное правило NPV должно корректироваться. Эти изменения зависят от того, устанавливается ли ограничение только на один год или оно будет действовать на протяжении нескольких лет.

Однопериодное ограничение величины капитала (single-period capital rationing). Там, где ограничение величины капитала является однопериодным (single-period capital rationing), проекты должны быть ранжированы по показателю NPV на 1 ф. ст. дефицитного первоначального инвестиционного капитала.

Пример 5.6

В текущем году компания не в состоянии или не готова инвестировать больше 500 000 ф. ст., но рассматривает возможность вложения средств в следующие проекты:

Проект	Первоначальные инвестиции, ф. ст.	NPV, ф. ст.
A	100 000	15 000
B	150 000	29 000
C	140 000	31 000
D	210 000	22 000
E	180 000	36 000

Решение

NPV на 1 ф. ст. инвестиции и, следовательно, ранжирование проектов выглядят следующим образом:

Проект	NPV на 1 ф. ст. инвестиции	Ранжирование
A	0,15	4
B	0,19	3
C	0,22	1
D	0,10	5
E	0,20	2

Таким образом, компании следует приступить к реализации проектов в представленной выше последовательности вплоть до исчерпания ресурсов капитала. Это означает реализацию проектов в следующей последовательности:

Проект	Ф. ст.
C	140 000
E	180 000
B	150 000
A (30% объема)	30 000
	<u>500 000</u>

Это решение предполагает возможность осуществления проекта А в объеме 30%; при этом денежные потоки от проекта просто уменьшатся до 30% первоначальной суммы, т.е. его NPV составит 30% первоначального значения. На практике подобное предположение может быть совершенно обосновательным. В данном случае лицу, принимающему решение, необходимо рассмотреть различные комбинации проектов, первоначальные капиталовложения по которым составляют в сумме 500 000 ф. ст., а затем выбрать комбинацию с максимальной общей NPV. По-видимому, в процессе поиска такой комбинации будет применяться метод проб и ошибок. Использование показателя NPV на 1 ф. ст. инвестиций (известного как индекс прибыльности — *profitability index*) приведет к максимизации NPV для заданного уровня привлеченных инвестиций.

Многопериодное ограничение величины капитала (*multi-period capital rationing*)

В случаях, когда ограничения распространяются на несколько периодов времени, необходимо применять более сложный подход. Таким подходом является линейное программирование (*linear programming, LP*).

Пример 5.7

Ниже даны характеристики денежных потоков по четырем инвестиционным проектам (тыс. ф. ст.). В нулевой и первый годы инвестиционные средства ограничены до 100 000 ф. ст. на каждый период. Проекты не могут быть ни отложены, ни перенесены на следующий год. Стоимость капитала составляет 10%.

Проект	Год 0 тыс. ф. ст.	Год 1 тыс. ф. ст.	Год 2 тыс. ф. ст.	Год 3 тыс. ф. ст.	NPV (при 10%) тыс. ф. ст.
W	(70)	(20)	60	60	6,44
X	—	(90)	60	50	5,30
Y	(80)	10	60	30	1,18
Z	—	(50)	30	30	1,86

(Отметим, что даже для проектов X и Z, которые в случае их одобрения начнутся не ранее года 1, значения NPV являются теми же, что и в нулевом (текущем) году. Отметим также, что Проект W требует исходящих денежных потоков и в нулевом, и в первом годах.)

Решение

Мы должны стремиться выбрать такую комбинацию из четырех проектов, которая бы обеспечивала наиболее высокий суммарный показатель NPV, учитывая ограничения капитала в нулевой и первый годы.

Рассматривая w , x , y и z как доли каждого из четырех проектов, осуществление которых для нас желательно, мы стремимся максимизировать функцию:

$$NPV = 6,44w + 5,30x + 1,18y + 1,86z$$

при условии, что:

$$70w + 80y \leq 100,$$

т.е. общие выплаты в нулевой год по проектам W и Y составляют не более 100 000 ф. ст., и что

$$20w + 90x - 10y + 50z \leq 100,$$

т.е. общие выплаты по проектам W, X и Z, за вычетом поступлений по проекту Y за первый год, не превышают 100 000 ф. ст.

Фактически необходимо будет усилить ограничения, поскольку каждая из долей проектов должна иметь положительное значение или быть равной нулю и, предположительно, не превышать 1. Таким образом:

$$\begin{aligned} 1 &\geq w \geq 0, \\ 1 &\geq x \geq 0, \\ 1 &\geq y \geq 0, \\ 1 &\geq z \geq 0. \end{aligned}$$

С математической точки зрения нет никаких причин, которые не позволяли бы при принятии оптимального решения полностью отказаться от одного из проектов. Отметим, что, исходя из вышеприведенных условий, любые неинвестированные средства не могут быть перенесены на следующий год; однако условия предполагают, что входящие денежные потоки от осуществляемых проектов могут быть реинвестированы. Впрочем, формулировать эти условия нет необходимости.

Оптимальное решение может быть получено вручную или на компьютере при помощи метода LP, путем нахождения максимального значения целевой функции с учетом различных ограничений. Помимо определения процентной доли каждого из проектов, которые должны быть осуществлены, чтобы получить наибольшую NPV, решение задачи LP позволит также, прямо или косвенно, установить следующее:

- **максимальное значение NPV;**
- **сколько стоит заплатить за дополнительные инвестиционные средства, с тем чтобы увеличить объем инвестиции и тем самым получить более высокую NPV;**
- **сколько капитала потребуется ежегодно, до тех пор пока годовой дефицит финансовых средств не перестанет быть ограничением.**

Результаты LP будут основаны на возможности частичного осуществления проектов. Как и в случае применения индекса рентабельности для однопериодных ограничений, в целом ряде жизненных ситуаций использование этого метода окажется невозможным, так как многие инвестиции нельзя производить по частям. Можно привести примеры из жизни, когда компании образуют партнерства для выполнения больших проектов. Некоторые из них созданы с целью объединения знаний и опыта, тогда как другие являются примером того, как компании осуществляют лишь часть проекта, что связано с ограничением величины капитала.

В качестве альтернативного метода может быть применено целочисленное программирование (*integer programming*), позволяющее определить оптимальную комбинацию завершенных проектов.

В большинстве учебников по исследованию операций и количественным методам в бизнесе объясняется, как найти решение приведенного выше примера с помощью линейного программирования.

Замена активов

Одной из разновидностей инвестиционных решений является определение того, когда следует производить замену имеющихся активов на аналогичные.

Пример 5.8

Компания владеет парком одинаковых автотранспортных средств. Она может заменить их через три или четыре года. Замена каждой автомашины стоит 10 000 ф. ст. Если компания будет производить замену через три года, то старые автомобили могут быть зачтены в качестве вступительного взноса при покупке новых по цене 5000 ф. ст. за штуку. Если производить замену в следующем году, то цена обмена упадет до 4000 ф. ст. Учитывая, что компания считает приемлемой ставку дисконтирования 15%, какая стратегия обмена поддержанных автомобилей на новые окажется дешевле?

Предполагается, что операционные затраты на обслуживание машин, без учета амортизации, одинаковы из года в год.

Бесполезное решение

Ниже приведены соответствующие затраты на владение одной машиной, выраженные в приведенной стоимости, на дату приобретения нового автомобиля.

	<i>Замена через 3 года, ф. ст.</i>	<i>Замена через 4 года, ф. ст.</i>
Стоимость транспортного средства	(10 000)	(10 000)
Приведенная стоимость поступлений от выбытия:		
5000 × [1/(1,00 + 0,15) ³]	<u>3 288</u>	
4000 × [1/(1,00 + 0,15) ⁴]		<u>2 287</u>
Чистая приведенная стоимость владения транспортным средством	<u><u>6 712</u></u>	<u><u>7 713</u></u>

На первый взгляд может показаться, что для компании, цель которой состоит в максимизации благосостояния акционеров, трехлетний цикл замены более привлекателен. Однако две эти цифры не могут быть сопоставлены между собой, так как одна из них — это приведенная стоимость капитальных затрат по владению автотранспортным средством за три года, а другая — приведенная стоимость капитальных затрат по владению автотранспортным средством за четыре года.

Одно из решений данной проблемы заключается в том, чтобы взглянуть на ситуацию в 12-летней перспективе*. Объясняется это тем, что, какой бы из двух периодов замены (трехлетний или четырехлетний) мы ни выбрали, через 12 лет компания в любом случае должна будет произвести замену транспортного средства, которое непрерывно находилось в эксплуатации в течение этого периода. Другими словами, нам следует сравнить две стоимости, которые привели к одному и тому же результату.

Полезное, но трудоемкое решение

Год		Замена через 3 года, ф. ст.	Замена через 4 года, ф. ст.
0	Стоимость нового транспортного средства	(10 000)	(10 000)
1		—	—
2		—	—
3	Приведенная стоимость поступлений от выбытия (ф. ст.): $5000 \times [1/(1,00 + 0,15)^3]$	3 288	
	Приведенная стоимость нового транспортного средства (ф. ст.): $10\,000 \times [1/(1,00 + 0,15)^3]$	(6 575)	

Окончание таблицы

Год		Замена через 3 года, ф. ст.	Замена через 4 года, ф. ст.
4	Приведенная стоимость нового транспортного средства (ф. ст.): $10\,000 \times [1/(1,00 + 0,15)^4]$		(5 718)
5		—	—
6	Приведенная стоимость поступлений от выбытия (ф. ст.): $5000 \times [1/(1,00 + 0,15)^6]$	2 162	
	Приведенная стоимость нового транспортного средства (ф. ст.): $10\,000 \times [1/(1,00 + 0,15)^6]$	(4 323)	
7		—	—
8	Приведенная стоимость поступлений от выбытия (ф. ст.): $4000 \times [1/(1,00 + 0,15)]$		1 308
	Приведенная стоимость нового транспортного средства (ф. ст.): $10\,000 \times [1/(1,00 + 0,15)^8]$		(3 269)
9	Приведенная стоимость поступлений от выбытия (ф. ст.): $5000 \times [1/(1,00 + 0,15)^9]$	1 421	
	Приведенная стоимость нового транспортного средства (ф. ст.): $10\,000 \times [1/(1,00 + 0,15)^9]$	(2 843)	
10		—	—
11		—	—
12	Приведенная стоимость поступлений от выбытия (ф. ст.): $5000 \times [1/(1,00 + 0,15)^{12}]$ $4000 \times [1/(1,00 + 0,15)^{12}]$	<u>935</u>	<u>748</u>
	Чистая приведенная стоимость владения транспортными средствами	<u>15 935</u>	<u>14 644</u>

Сейчас, когда мы имеем возможность произвести строгое сравнение, мы видим, что замена транспортных средств через четыре года менее затратна.

Сейчас, когда мы имеем возможность произвести строгое сравнение, мы видим, что замена транспортных средств через четыре года менее затратна.

В данном случае использование этого подхода было не слишком трудоемким, так как наименьшее общее кратное (НОК) [*lowest common multiple (LCM)*] составляет только 12 лет. Однако предположим, что мы

планировали произвести замену через восемь или девять лет. Тогда НОК будет равно 72 годам. Если бы мы при этом рассматривали еще и возможность замены через семь лет, то НОК было бы равно 504 годам. Очевидно, нам требуется более практичная методика.

Альтернативный подход заключается в том, чтобы представить себе, что мы имеем возможность взять в аренду транспортное средство и заменить его на новое через три - четыре года. Представьте себе также, что в любом случае арендная плата представляет собой фиксированную ежегодную выплату, которая осуществляется в конце каждого года. Если бы мы могли свести ежегодную арендную плату, которая бы отражала соответствующие издержки и была выражена в NPV, к суммам 6712 ф. ст. (замена через три года) и 7713 (замена через четыре года) (см. выше, раздел «Бесполезное решение»), то сумели бы провести более точное сравнение двух стратегий замены.

Сделать это можно, в частности, методом проб и ошибок. Можно попытаться найти такую сумму платежа, при которой NPV трех выплат, произведенных в конце трех последующих лет, составила бы 6712 ф. ст. К счастью, существует более легкий способ, с использованием таблицы аннуитета.

Полезное и практичное решение

Пояснения к таблице аннуитета см. выше, на с. 112.

В таблице аннуитета на пересечении столбца «15%» и строки «3 года» находим коэффициент аннуитета, равный 2,283. Это означает, что приведенная стоимость 1 ф. ст., выплачиваемого или получаемого в конце текущего года и следующих двух лет, составляет 2283 ф. ст. Таким образом, при NPV, равной 6712 ф. ст., платежи, производимые в конце текущего и двух последующих двух лет, составляют $6712 \text{ ф. ст.} / 2,283 = 2940 \text{ ф. ст.}$

Коэффициент аннуитета для четырехлетнего периода (согласно таблице) равен 2,855. Таким образом, годовые затраты на замену транспортного средства по прошествии четырех лет составляют $7713 \text{ ф. ст.} / 2,855 = 2702 \text{ ф. ст.}$

Мы снова видим, что четырехлетний цикл замены представляет собой более дешевый вариант. Отметим, что метод сопоставления эквивалентных годовых затрат (*Equivalent annual cost approach, EAC*) дает тот же результат, что и использование НОК, потому что в их основе лежат одни и те же принципы, даже несмотря на то, что оба метода кажутся совершенно разными: 15 935 ф. ст. на 8,8% больше, чем 14 644 ф. ст. (НОК), а 2940 ф. ст. на 8,8% больше, чем 2702 ф. ст. (эквивалентные годовые затраты).

Приведенный нами пример достаточно схематичен. В реальной жизни, по-видимому, придется учитывать также налоговый аспект, динамику годовых текущих расходов на обслуживание транспортного средства за четырехлетний период и эффект инфляции. Все это без труда может быть учтено. Кроме того, возможно, потребуется принять во внимание факторы, которые не могут быть представлены в количественном выражении, такие, как воздействие на имидж компании того факта, что ее персонал ездит на новых машинах.

Стандартные процедуры выявления, оценки, реализации и контроля инвестиционных проектов.

Процесс принятия решения включает шесть этапов:

- Формулирование цели компании.
- Определение возможных направлений действий.
- Сбор данных, относящихся к принятию решения.
- Оценка данных и выработка решения.
- Осуществление принятого решения.
- Мониторинг результатов принятия решения.

Учитывая, что основной финансовой целью любого решения является

максимизация благосостояния, рассмотрим теперь остальные пять этапов в контексте инвестиционных решений.

Выявление инвестиционных возможностей

Предварительная оценка инвестиционных проектов — только один из этапов в процессе поиска благоприятных возможностей. Не следует считать, что этот процесс можно проводить, скажем, раз в пять лет; он должен быть частью текущей работы компании. Хорошие инвестиционные возможности не «стучатся в дверь» компании сами, их нужно искать. Бизнес стремится быть конкурентоспособным, поэтому возможности, не замеченные одной компанией, возможно, будут использованы другими. Любая компания, которая регулярно упускает свой шанс, рано или поздно окажется у разбитого корыта.

Нужно стимулировать кадры к выявлению новых видов продукции, новых рынков, новых путей поставок на эти рынки, новых подходов к производству. Чтобы помочь персоналу сформулировать свои идеи в виде инвестиционных предложений, необходимо оказывать ему техническую помощь.

Сбор данных, существенных для инвестиционного предложения

Следует обязательно составить калькуляцию соответствующих затрат, связанных с предложением. По-видимому, это должен сделать финансовый менеджер. Нужно тщательно учесть все существенные издержки и преимущества. Существует опасность того, что тенденциозное отношение может повлиять на некоторые оценочные показатели, в особенности тогда, когда менеджер активно выступает за или против предложения. Если данную работу выполнит независимый финансовый менеджер, это поможет обеспечить беспристрастность.

Оценка информации и выработка решения

Необходимо, чтобы информация была «встроена» в модель принятия решений, используемую компанией. С учетом того что целью бизнеса является максимизация богатства, в основу этой модели должна быть

положена методика NPV. Этот процесс тоже требует определенных технических навыков и беспристрастности, так что лучше всего он может быть осуществлен лицом, которое обладает необходимыми качествами, например сотрудником финансового подразделения компании.

Внедрение решения

Чтобы приступить к реализации проекта, необходимы активные действия. Для осуществления необходимых мероприятий можно создать команду специалистов.

Мониторинг результатов принятого решения.

Для того чтобы оценить эффективность проекта, следует проводить проверки, иногда называемые постаудитами, или последующими аудитами (post audits). Одной из причин этого является необходимость оценить качество процесса принятия решения таким образом, чтобы можно было инициировать и внедрять улучшения в этом процессе применительно к будущим решениям.

Необходимо также контролировать процесс реализации проекта, чтобы оценить, будет ли выгодным его продолжение. В течение жизненного цикла проекта следует периодически поднимать вопрос о целесообразности его прекращения. Проект не может длиться бесконечно — оборудование изнашивается, рынки сокращаются, — поэтому важно определить оптимальный момент для завершения проекта. В компании, ориентированной на максимизацию богатства, этот процесс логически включает NPV-анализ соответствующих издержек и преимуществ продолжения проекта по сравнению с издержками и преимуществами его прекращения.

Инвестиционные решения на практике

Пайк (Pike 1996) обнаружил, что 72% из 100 крупных британских компаний, обследованных им в 1992 г., проводили постаудит по

«большинству крупных проектов». Опрос, проведенный в 1992 г., являлся частью лонгитюдного исследования инвестиционного опыта крупных британских компаний. Масштабы использования постаудитов возросли с 33% в 1975 г. до 46% в 1980 г., 64% в 1986 г. и 72% к 1992 г. По данным Арнолда и Хадзопулоса (Arnold and Hatzopoulos 2000), обследовавших группу компаний, аналогичную той, которую исследовал Пайк, к 1997 г. они выросли до 95%. Ясно, что сфера применения постаудитов значительно расширилась за последние годы.

С учетом выводов этих исследований можно было бы ожидать, что крупные компании применяют чрезвычайно сложные стандартные процедуры ко всем аспектам инвестиционных решений. Многие компании сами комментируют свою деятельность.

По имеющимся данным, компания Rolls-Royce plc, производитель двигателей и силовых установок, осуществляет политику регулярного пересмотра реализуемых ею инвестиционных проектов. В годовом отчете компании за 2003 г. сказано: «Группа располагает портфелем проектов, находящихся на разных стадиях жизненного цикла. Регулярно проводится анализ дисконтированных денежных потоков оставшегося срока жизни проектов». Предполагается, что любые проекты с отрицательной NPV прекращаются.

В годовом отчете за 2003 г. компании Reckitt Benckiser plc, производителя изделий бытовой химии (в частности, чистящих средств Dettol и Harpic), говорится: «Осуществляется структурированный процесс оценки и аттестации всех инвестиционных проектов».

Компания Greene King plc, региональный пивовар и владелец пивных, написала в своем годовом отчете за 2004 г.: «Существуют четко регламентированные процессы оценки и утверждения решений о приобретении и выбытии активов, капитальных расходах и контроле над проектами. Они включают иерархию полномочий, детально разработанные процедуры оценки и проверки, а также итогового контроля всех главных

проектов с целью сравнения фактических показателей с плановыми».

Машиностроительная компания GKN plc сообщила в 2003 г. в своем годовом отчете: «Существует четкое разграничение управленческих полномочий, касающихся утверждения капитальных расходов, основных договоров, приобретения активов, осуществления инвестиций и дивестиций; определен также механизм их оценки, который включает в себя анализ риска, план действий после внедрения проекта (*postimplementation plan*) и, при необходимости, проверку эффективности использования приобретенных активов (*post-acquisition review*)».

Ученых, занимающихся проблемами инвестиционной оценки, порой упрекают в том, что они склонны акцентировать внимание на деталях количественной оценки проектов, в значительной степени оставляя в стороне вопросы, связанные с поиском новых инвестиционных возможностей.

Количественная оценка — это чисто технический процесс, даже несмотря на то, что иногда она бывает сложной. Реальная проверка способностей руководителя состоит в том, может ли он выявить перспективные проекты, которые будут способствовать достижению целей компании. Надежная оценка очень важна, но является задачей более низкого уровня по сравнению с другими.

Инвестиционная оценка и стратегическое планирование

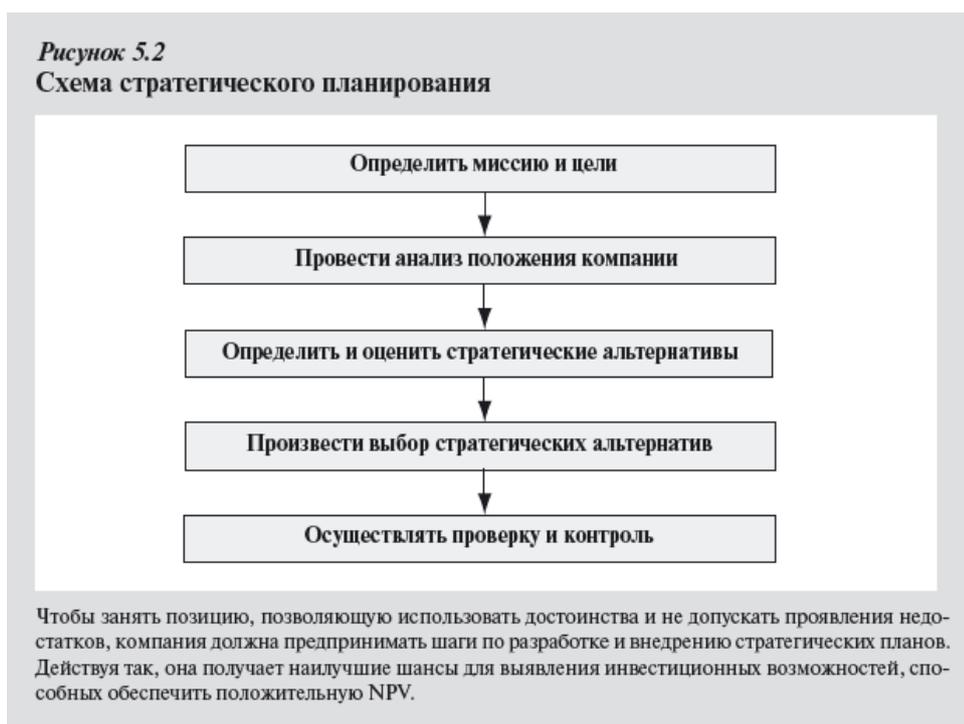
До сих пор мы рассматривали инвестиционные возможности как не слишком связанные между собой независимые объекты, которые не имеют какой-либо общей модели. Однако на практике успешными являются такие компании, которые разработали определенный механизм отбора проектов. Без такого механизма трудно выделить проекты, по которым данная компания обладает достаточными предпосылками для получения прибыли, т.е. для достижения положительной NPV. Такие выгодные проекты могут существовать только там, где совокупность внутренних преимуществ компании (например, профессиональной квалификации, опыта, доступа к

финансам) совпадает с имеющимися возможностями и, по-видимому, соответствует им лучше, чем у конкурентов. В тех областях, где этого совпадения не существует, другие компании, у которых оно есть, скорее всего, будут обладать конкурентным преимуществом. Данное преимущество означает, что они, скорее всего, смогут предоставить продукт или услугу по более низкой цене и/или лучшего качества и/или продать его более успешно.

Определение того, что является наилучшей областью или областями деятельности и стилем работы компании, обычно называется стратегическим планированием (strategic planning). В сущности, стратегическое планирование пытается определить

направление, в котором компании нужно двигаться, применительно к продукции, рынкам, финансированию и др., с тем чтобы занять наилучшую позицию и генерировать прибыльные инвестиционные возможности. На практике стратегическое планирование имеет длительность до пяти лет и в целом стремится ответить на вопрос: «Куда мы хотим привести наш бизнес через пять лет и как туда попасть?»

В стратегическом планировании обычно выделяется ряд этапов, которые в графической форме представлены на рис. 5.2.



Определить миссию и цели

Миссия — это обобщенная декларация об основном направлении деятельности компании и о том, к чему она стремится. В широком смысле она определяет то, чем занимается компания, обычно выделяя виды коммерческой деятельности, в которых компания хочет участвовать.

Формулировки целей являются намного более точными и функциональными. В главе 2 мы рассмотрели возможные цели и пришли к выводу, что для большинства компаний основная, если не единственная цель — максимизация благосостояния. Существенной особенностью целей является возможность оценки курса действий, направленного на их достижение. Другими словами, определение целей не имеет смысла, если компания не может провести различие между их достижением и провалом.

Провести анализ положения компании

На этом этапе определяется положение, которое занимает компания по отношению к окружающей среде (конкурентам, рынкам, технологиям, состоянию экономики, политическому климату и т.д.) в контексте миссии и целей компании. Обычно для этого используется метод анализа достоинств, недостатков, возможностей и угроз, т.е. SWOT-анализ (SWOT* analysis). Первые два фактора являются для компании внутренними. Достоинства могут включать технические знания и опыт, мощные финансы и доступ к рынкам. Недостатки — это, например, отсутствие знаний и опыта, недостаточный доступ к новым финансовым ресурсам, сырью и материалам. Возможности и угрозы — это внешние факторы. Возможности могут включать открытие новых рынков, развитие какой-либо новой технологии или уход конкурента с рынка. Угрозы — это такие факторы, как выход на рынок новых конкурентов, спад рыночной активности или изменения в законодательстве, затрудняющие функционирование компании.

Анализ положения (position analysis) не обязательно должен проводиться по схеме SWOT-анализа, хотя это довольно распространенный

подход.

Определить и оценить стратегические альтернативы

Этот этап посвящен осуществлению миссии и целей компании и должен определить варианты курса действий, использующего достоинства компании для реализации возможностей и в то же время позволяющего максимально избежать воздействия внешних угроз на недостатки компании.

Отметим, что, как бы хорошо ни «стыковалась» инвестиция со стратегическими целями, если она не имеет положительной NPV, осуществлять ее не следует. Это очень хорошо понимает британская компания Associated British Foods plc, работающая в пищевой отрасли. В ее годовом отчете за 2004 г. сказано: «Мы будем и дальше развивать те сегменты нашего бизнеса, которые выдвигают четкие стратегии развития. Мы будем осуществлять значительные инвестиции в поддержку этих стратегий и, если потребуется, приобретать компании, которые соответствуют этим планам роста. В новостях только и говорят, что о поглощениях, но для нас важны не заголовки, а гарантии того, что, когда мы тратим наши деньги, в выигрыше в ближайшей, средней и долгосрочной перспективе оказываются наши акционеры».

Произвести выбор стратегических альтернатив

На этом этапе выбирается оптимальный вариант или варианты стратегии и на их основе разрабатывается стратегический план.

Осуществлять проверку и контроль

Результаты деятельности компании должны оцениваться исходя из показателей стратегического плана. Это похоже на постаудит отдельно взятого инвестиционного проекта, однако здесь дается оценка стратегии в целом, а не ее конкретного элемента.

Менеджмент, основанный на управлении ценностью.

Традиционные оценочные показатели эффективности управления, основанные на финансовой отчетности, такие, как доходность вложенного капитала (ROCE) и коэффициент прибыли на одну акцию (EPS),

подвергаются критике за недостаточное внимание к тому, чем в конечном счете стремится заниматься компания: генерированию богатства или стоимости (ценности) (value) для своих акционеров. Проблема бухгалтерских показателей заключается в том, что они акцентируют внимание на доходе от продаж и увеличении прибыли, а не на создании ценности. Например, бизнес всегда имеет возможность повысить ROCE и EPS, занявшись более рискованными видами деятельности. Такая деятельность вполне способна привести к снижению ценности компании.

Рассмотренная нами в главе 2 ориентация на повышение благосостояния акционеров как корпоративную цель привела к возникновению таких концепций, как анализ ценности для акционеров (shareholder value analysis, SVA) и экономическая добавленная стоимость.

Анализ ценности для акционеров

SVA основан на вполне логичном принципе: стоимость компании в целом равна сумме NPV от всех видов деятельности. Это означает, что в любой момент времени компания имеет стоимость, равную ожидаемым будущим денежным потокам от всех существующих проектов, дисконтированных по подходящей ставке. Финансовой долей акционеров в компании является вся стоимость компании за вычетом невыплаченных долгов. Таким образом, если значение NPV от различных видов деятельности компании может быть увеличено, это должно означать более высокую стоимость для акционеров, либо выплаченную в качестве дивидендов, либо reinvestированную в другие проекты, что, в свою очередь, принесет еще более высокую акционерную стоимость.

Преимущества, о которых заявляет SVA в качестве философии принятия бизнес-решений, заключаются в том, что действия руководителей можно непосредственно увязать с созданием ценности и в этом контексте оценить результаты принятого решения. Концепция SVA впервые предложена Раппапортом (Rapaport 1986).

Принципы SVA

Компания в каждый определенный момент времени обладает ценностью, которая определяется ожидаемыми денежными потоками от ее деятельности. Величина ценности (стоимости) будет зависеть от времени проявления денежных потоков и от ставки дисконта. Согласно философии SVA, ценность компании подвергается воздействию или определяется только семью факторами, известными как драйверы ценности (value drivers). Чтобы увеличить ценность компании, т.е. создать дополнительную стоимость, необходимо изменить один или несколько драйверов стоимости в положительную сторону. Эти драйверы и их воздействие на акционерную стоимость показаны на рис. 5.3.



Теперь рассмотрим эти факторы ценности и соотнесем их с отдельными элементами бизнеса.

Темп прироста выручки от продаж

Если в будущем можно получить более высокую выручку от продаж, чем ожидалось, это создаст больше денежных потоков и, следовательно, более высокую ценность. Чем выше уровень выручки от продаж у нового продукта — при условии, что это не сказывается отрицательно на каком-либо драйвере стоимости, — тем больше стоимости будет создано. Аналогичным образом также и приостановка снижения уровня выручки от продаж для

некоторых существующих продуктов имеет потенциал создания ценности.

Операционная маржа

Операционная маржа представляет собой отношение операционной прибыли до уплаты налогов и сборов к выручке от продаж. Чем выше этот коэффициент, тем больше чистые входящие денежные потоки от каждой продажи. Таким образом, если удастся контролировать затраты более эффективно, от каждой продажи будет поступать больше денежных средств, а стоимость будет увеличиваться.

Ставка налога на прибыль корпорации

Ставка налога на прибыль корпорации, несомненно, влияет на денежные потоки и стоимость, потому что, грубо говоря, налоги непосредственно уплачиваются из операционных денежных потоков. Возможности управленческого персонала компании повлиять на размер налоговой ставки и сумму выплачиваемых налогов в лучшем случае незначительна.

Инвестиции во внеоборотные активы

Обычно в целях увеличения ценности для акционеров денежные средства должны направляться на закупку дополнительных внеоборотных активов. Если руководители смогут изыскать пути уменьшения расходов на технологическое оборудование и т.п., не снижая эффективности работы компании, это будет способствовать повышению ее акционерной стоимости.

Инвестиции в рабочий капитал

Почти все виды деятельности компании порождают потребность в рабочем капитале (товарных запасах, дебиторской и кредиторской задолженности, и денежных средствах). Как мы увидим в главе 13, в рабочий капитал могут быть вложены значительные средства. Принятие мер по уменьшению инвестиций в рабочий капитал, например, воздействие на торговых дебиторов, побуждающее их ускорить оплату, будет способствовать притоку денежных средств в более ранние сроки и созданию стоимости. Мы рассмотрим многие из этих мер в главе 13.

Стоимость капитала

Стоимость средств, используемых для финансирования деятельности компании, обычно является основной детерминантой акционерной стоимости. Поэтому если компания сможет найти более дешевые источники долгосрочного финансирования, то стоимость будет увеличиваться. Как достигнуть этого, будет рассмотрено ниже, в частности в главах 8 и 11.

Цикл жизни ожидаемых денежных потоков

Несомненно, чем дольше продолжается любая деятельность, направленная на генерирование денежных средств, тем выше ее потенциал создания ценности.

Как пользоваться SVA?

Возможно, наиболее полезный вклад SVA в управление компанией заключается в том, что данный метод акцентирует внимание на основных драйверах акционерной ценности. Это позволяет менеджерам выдвигать цели для осуществления стратегий повышения ценности в каждой сфере. Метод помогает создать микроклимат, при котором увеличение ценности входит в число основных задач менеджеров во всех подразделениях компании. Таким образом, главная финансовая цель бизнеса непосредственно увязывается с повседневными решениями и действиями менеджеров.

SVA может использоваться в качестве основы для определения стоимости акций, а следовательно, для оценки увеличения акционерной стоимости в результате внедрения конкретных стратегий. Однако эти действия опираются на ряд упрощений, которые скорее ставят результаты по сомнению.

Оценка использования подхода SVA в управлении

Положительными сторонами SVA являются следующие:

SVA нацеливает менеджеров на осуществление мероприятий, которые приведут к увеличению акционерной стоимости, путем тесной увязки этих мероприятий с основной корпоративной целью большинства компаний.

Перед менеджерами могут быть поставлены задачи в отношении каждого драйвера ценности.

Проблемы, связанные с SVA, включают:

Возможность конфликта между драйверами ценности; например, действия по увеличению стоимости в одной области способны привести к уничтожению стоимости в целом. Так, сокращение сроков погашения дебиторской задолженности (уменьшения рабочего капитала) может привести к потере выручки от продаж, если покупатели отреагируют отрицательно на более короткие сроки кредита.

Информационно-управленческие системы многих компаний не обладают рычагами, необходимыми для создания среды, благоприятствующей внедрению метода SVA.

Экономическая прибыль и экономическая добавленная стоимость (economic value added, EVA®)

Использование экономической прибыли (*economic profit*) в качестве показателя эффективности отражает идею о том, что компания, для того чтобы быть прибыльной в экономическом смысле, обязана создавать доход, который превышал бы ставку доходности, требуемую инвесторами. Не достаточно просто создавать бухгалтерскую прибыль, потому что этот показатель не полностью учитывает доходность, требуемую инвесторами. Концепция экономической прибыли имеет долгую историю и широко используется.

Экономическая добавленная стоимость (EVA®) — это усовершенствованный вариант концепции экономической прибыли, разработанный и зарегистрированный в качестве товарного знака нью-йоркской консультационной фирмой Stern, Stewart and Company (SS).

Принципы EVA®

EVA® показывает, в какой степени после налоговая операционная прибыль компании за тот или иной период превышает требуемую минимальную прибыль, которая, в свою очередь, основывается на минимально приемлемой для акционеров ставке доходности инвестированного капитала, умноженной на сумму этого капитала. Таким

образом, если существует превышение фактической прибыли над требуемой минимальной ставкой, то экономическая стоимость будет добавленной, а благосостояние акционеров возрастет. Если же имеет место дефицит, то благосостояние акционеров снизится, так как они не заработают прибыль, соответствующую вложенному капиталу и требуемой минимальной ставке доходности.

Формула EVA®:

$$EVA^{\text{®}} = \text{NOPAT} - (R \times C),$$

где NOPAT (*net operating profit after tax*) — чистая операционная прибыль после выплаты налогов, R — требуемая ставка доходности для инвесторов, а C — инвестированный капитал (т.е. чистые активы компании).

Только когда значение EVA® положительно, мы можем сказать, что компания увеличивает благосостояние акционеров. Чтобы максимизировать благосостояние акционеров, менеджеры должны увеличить EVA® как можно больше.

Как использовать EVA®?

Как видно из формулы, для того чтобы увеличить EVA®, менеджеры должны обеспечить одно или несколько условий из следующего перечня:

- Увеличить NOPAT. Это можно сделать либо путем снижения расходов, либо увеличивая выручку от продаж.
- Более эффективно использовать инвестированный капитал. Это условие включает продажу активов, которые не обеспечивают прибыль, соответствующую их стоимости, и инвестирование в активы, которые будут приносить такую прибыль.
- Снизить минимальный уровень требований инвесторов. Это может быть достигнуто за счет займа, позволяющего покрыть часть финансовых потребностей компании. Однако эта стратегия может создать проблемы.

Целевой показатель EVA® может быть установлен как для компании в целом, так и для ее отдельных подразделений. Затем этот целевой показатель EVA® можно сопоставить с фактической добавленной стоимостью, достигнутой по окончании соответствующего планового периода.

При оценке созданной акционерной стоимости EVA® опирается на стандартные документы финансовой отчетности. Однако NOPAT и данные о

капитале, показанные в этих документах, используются только в качестве отправной точки. Их необходимо скорректировать в связи с проблемами и ограничениями стандартных бухгалтерских показателей. По мнению фирмы SS, основная проблема заключается в том, что прибыль и капитал занижены в результате соблюдения принципа осмотрительности (консерватизма) в учетной оценке. Как мы видели в главе 3, принцип осмотрительности способствует возникновению этого перекоса.

Данные о капитале занижены потому, что активы представлены согласно их первоначальной стоимости (принцип учета по себестоимости), которая может быть значительно ниже текущей рыночной стоимости. К тому же определенные виды активов, такие, как внутренне созданный «гудвилл» и торговые марки, не отражаются в финансовых отчетах, если не происходило никаких внешних транзакций.

Фирма SS выявила более 100 уточнений, которые можно было бы внести в стандартные документы финансовой отчетности, с целью устранения консервативного уклона. В то же время специалисты SS считают, что на практике обычно требуется лишь незначительная корректировка учетных показателей любой отдельно взятой компании. Если такая корректировка существенно не влияет на расчет EVA[®], ее проведение считается нецелесообразным. Произведенные корректировки должны отражать специфику компании. Каждый бизнес уникален и поэтому обязан адаптировать расчет EVA[®] к своим конкретным обстоятельствам.

Наиболее типичными являются следующие корректировки:

Затраты на научные исследования и разработки. Эти издержки должны списываться (рассматриваться в качестве расходов) в течение того периода, когда из них извлекается выгода. На практике, однако, эти издержки часто списываются в периоде, в котором они возникают. Это означает, что любые списанные затраты на исследования и разработки следует вновь приплюсовать к активам в бухгалтерском балансе, тем самым увеличивая инвестированный капитал, а затем постепенно списывать.

«Гудвил». Теоретически к «гудвилу» следует относиться так же, как к затратам на научные исследования и разработки. Тем не менее, SS рекомендует оставлять «гудвил» в балансе. Аргументом в пользу подобной позиции является то, что фактически «гудвил» — это комплексное понятие, которое включает в себя такие неосязаемые активы, как торговая марка и деловая репутация, жизненный цикл которых бесконечен. Таким образом, любые списанные суммы следует вновь приплюсовать к активам.

Затраты на реструктуризацию (то есть издержки реорганизации деятельности компании или ее финансов). Эти затраты могут рассматриваться скорее в качестве будущих инвестиций, а не как издержки, которые нужно списать. Сторонники EVA[®] утверждают, что после реструктуризации компания бывает лучше подготовлена к будущим вызовам, и поэтому реструктуризация представляет собой актив. Любые списанные суммы следует вновь приплюсовать к активам.

Вложения в рыночные ценные бумаги (marketable investments). Инвестиции в акции и ссудный капитал других фирм не включаются в состав инвестированного капитала компании потому, что доход от ценных бумаг не учитывается при расчете операционной прибыли. (Доход от этого источника будет включен в отчет о прибылях и убытках после расчета операционной прибыли.)

Возможно, стоит отметить, что, по мнению SS, значительную часть совокупного вознаграждения менеджеров должны составлять бонусы, рассчитываемые в процентном отношении к EVA[®]. Таким образом, чем выше значение EVA[®], тем выше вознаграждение руководителям, и оно не имеет верхнего предела.

Оценка использования концепции EVA[®] в управлении

Преимущества EVA[®]:

- Для менеджеров важна плата за инвестированный капитал. Прежде чем будет признано какое-либо увеличение акционерной стоимости, производится соответствующее отчисление за использование финансовых ресурсов

компании. Таким образом, EVA® стимулирует руководителей к эффективному использованию этих ресурсов. Там, где менеджеры ориентированы только на повышение прибыли, существует опасность, что ресурсы, используемые для увеличения прибыли, не будут должным образом учитываться.

- EVA® опирается на данные стандартной финансовой отчетности, скорректированные с целью устранения необъективности. При этом не требуется создавать специальную информационно-управленческую систему.

Проблемы, связанные с EVA®:

- Корректировка данных финансовой отчетности носит субъективный характер, что может поставить под сомнение расчет добавленной экономической стоимости за тот или иной период.

Практика применения управления, основанного на ценности

Менеджмент, основанный на управлении стоимостью, основными примерами которого являются SVA и EVA®, довольно широко используется в деятельности крупных компаний. Эрнст и Янг (Ernst and Young 2003) провели масштабное исследование опыта управленческого учета в крупных американских компаниях. Опрос показал, что в 2003 г. 52% компаний использовали в управлении концепцию управления стоимостью, а еще 40% рассматривали возможность внедрения данной концепции в будущем. В этой работе ничего не говорится о Узбекистане и других странах мира. Однако нет причин считать, что ситуация в Англии значительно отличается от американской.

Одной из британских компаний, где в менеджменте используется концепция управления, основанного на стоимости, является Cadbury Schweppes plc, производитель кондитерских изделий и напитков. В ее годовом отчете за 2003 г. сказано:

«В 1997 г. в компании было внедрена концепция управления по стоимости (*Managing for Value, MFV*). MFV — комплексный управленческий процесс, призванный ориентировать компанию на повышение доходности вложенных

акционерами средств. Он по-прежнему остается ключевым управленческим процессом в компании и включает в себя внедрение принципов менеджмента на основе управления стоимостью в сферах как стратегического, так и оперативного управления, повышение потенциала на всех уровнях организации, постановку долгосрочных целей и увязку оплаты труда менеджеров с интересами акционеров».

Реальные опционы.

Прежде чем закончить обзор практических аспектов принятия инвестиционных решений, вкратце рассмотрим подход к инвестиционным решениям, который становится все более влиятельным в реальном мире. Многие решения, принимаемые компаниями, можно рассматривать как использование опционов и, следовательно, оценивать их под этим углом зрения.

Опцион обычно определяют как право, но не обязательство сделать что-либо. В главе 1 мы бегло рассмотрели валютный опцион. Это пример *финансового* опциона. То, о чем мы будем говорить сейчас, известно как *реальный опцион* (real option). По-видимому, легче всего объяснить, что такое реальный опцион, с помощью простого примера.

Пример 5.9

Компания Wessex Mining владеет участком земли в графстве Дорсет, на котором находится нефтяная скважина. Компания больше не занимается нефтедобычей, так как цена нефти такова, что это стало невыгодным. Более того, судя по прогнозам цен на нефть, возможно, уже никогда не будет выгодным использовать эту скважину. Недавно фирма-застройщик предложила 500 000 ф. ст. за данный участок, который она планирует отвести под строительство жилых домов. *Как следует поступить компании Wessex Mining?*

Решение

На первый взгляд скважина не имеет никакой экономической ценности, поэтому принятие предложения повысит благосостояние акционеров на 500 000 ф. ст. С другой стороны, компания Wessex Mining обладает опционом. У нее есть право (так как она владеет скважиной) качать нефть, когда ей этого захочется, однако она не обязана это делать. Хотя прогноз будущей цены на нефть подсказывает, что компания вряд ли когда-либо займется нефтедобычей, цены на нефть могут оказаться неустойчивыми и подняться до того уровня, на котором производство будет выгодным. Таким образом, этот опцион имеет стоимость, и она должна быть установлена по сравнению с суммой 500 000 ф. ст. Сохранение в собственности земельного участка не обязывает компанию производить нефть, но она сохраняет за собой право заниматься нефтедобычей. К сожалению, определение стоимости этого опциона очень сложная задача, однако подобная трудность присуща не только данному решению. Все решения включают попытку оценить будущие результаты.

В данном случае, как и во многих других в реальной жизни, по-видимому, целесообразно отклонить предложение застройщика, подождать и посмотреть, что будет происходить с ценой на нефть. Вероятно, учитывая спрос на жилье в Великобритании, этот участок может быть продан для обустройства практически в любое время в будущем. Разумеется, здесь существуют альтернативные издержки.

Владение суммой в 500 000 ф. ст. даст возможность компании получать от нее доход, поэтому задержка будет иметь свою цену. В связи с этим следовало бы провести коммерческую оценку.

Это очень простой пример, и вам даже не нужно знать слово «опцион», чтобы понять, что скважина имеет стоимость, так как цена на нефть может повыситься. Однако существуют ситуации, в которых наличие реальных опционов менее очевидно, но не менее важно для принятия решения.

Грэм и Харви (Graham and Harvey 2001) обнаружили, что 27% обследованных ими американских компаний «всегда или почти всегда» принимают во внимание реальные опционы в своих инвестиционных решениях. Ссылки на примеры реальных опционов см. в списке дополнительной литературы в конце этой главы.

Контрольные вопросы

- 1 Амортизация учитывается при снижении налогооблагаемой прибыли (в отчете о прибылях и убытках), но игнорируется при расчете NPV. Если бухгалтерская прибыль и NPV в равной мере рассматриваются как инструменты принятия решения, это различие нелогично. Так ли это?
- 2 Логично ли включить процентные выплаты по займам, предназначенным для финансирования проекта, в качестве исходящих денежных потоков от проекта при оценке NPV? Поясните свой ответ.
- 3 Правда ли, что номинальная ставка процента равна сумме реальной ставки процента и инфляции? Поясните свой ответ.
- 4 Когда инфляция прогнозируется на срок жизни оцениваемого проекта, существует два подхода к учету ее влияния. Каквы они? Какой из них лучше использовать?
- 5 Как можно аргументировать то, что жесткого ограничения капитала не существует в реальной жизни?
- 6 Что имеется в виду под PI (индексом рентабельности)? Является ли это действенным подходом к учету ограничений на капитал в течение нескольких периодов?

Глава : Теория портфеля и её взаимосвязь с реальными инвестиционными решениями

План

- 9.1 Инвестиции в ценные бумаги вязанный с этим риск
- 9.2 Теория портфеля
- 9.3 Модель оценки капитальных активов
- 9.4 CAPM: пример расчета бета – коэффициента
- 9.5 Допущения, используемые в CAPM
- 9.6 Тестирование CAPM

9.7 Значение CAPM

9.8 Отсутствие единого мнения акционеров по рисковым инвестициям

9.9 Использование CAPM при определении ставки дисконтирования для реальных инвестиций: практические проблемы

9.10 Модель арбитражного ценообразования

9.11 Диверсификация деятельности компании

5.1 Инвестиции в ценные бумаги и связанный с этим риск

Если бы мы выбрали рыночные ценные бумаги наугад, сформировали из них портфели разных размеров, измерили ожидаемую доходность и стандартное отклонение доходности для каждого из наших разномасштабных портфелей, а потом графически соотнесли стандартное отклонение и размер портфеля, мы получили бы график, подобный тому, который представлен на рис. 7.1.

Прежде чем сформулировать выводы, вытекающие из рис. 7.1, скажем несколько слов о расчетах, лежащих в основе этого графика. Ожидаемая доходность r — это месячная доходность ценной бумаги или портфеля ценных бумаг. Она определяется следующим образом:

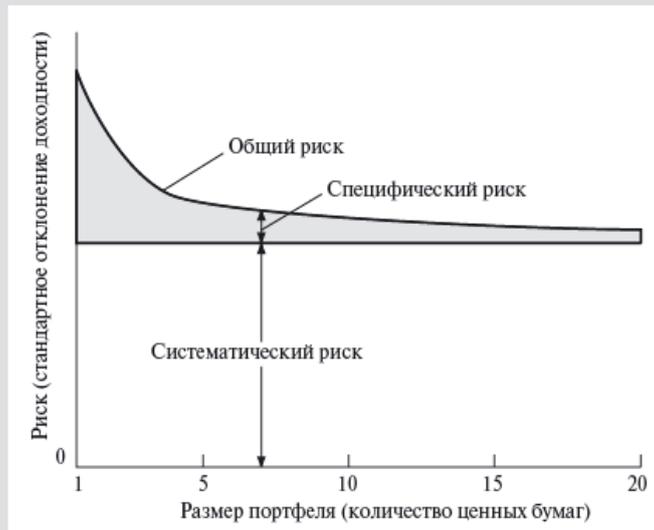
$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1} + d_t}{P_{t-1}},$$

где P_t — рыночная стоимость ценных бумаг или портфеля в конце месяца t , P_{t-1} — стоимость на начало месяца, а d_t — дивиденд (если он будет выплачиваться), приносимый ценной бумагой или портфелем в течение месяца. Ожидаемая доходность ценной бумаги или портфеля основывается на прошлом опыте, например на доходности за последние 60 месяцев. Таким образом, ожидаемая доходность может быть средней (средней арифметической) месячной доходностью за последние пять лет.

Рисунок 7.1

Риск для разномасштабных портфелей, подобранных случайным методом

С увеличением размера портфеля уровень общего риска (*total risk*) уменьшается, однако непропорционально увеличению портфеля: если к портфелю, состоящему из 15–20 ценных бумаг, добавить другие виды ценных бумаг, это не уменьшит общий риск портфеля или сократит его незначительно. Элемент общего риска, который не может быть устранен при помощи диверсификации, называется систематическим риском. Элемент, который может быть устранен в результате диверсификации, называется специфическим риском.



Разномасштабные портфели формируются случайным образом. Создается несколько портфелей разного размера, а показатели доходности и стандартного отклонения, представленные на рис. 7.1, являются средними значениями доходности и стандартного отклонения всех портфелей каждого размера (Evans and Archer 1968).

Так как стандартное отклонение доходности от среднего является разумным мерилем риска, рис. 7.1 показывает, что риск может быть значительно сокращен уже путем случайного формирования портфелей ценных бумаг. Тем самым дается эмпирическое обоснование правила «Не кладите все яйца в одну корзину», которое часто применяется при вложении средств в ценные бумаги.

Однако приверженцев идеи о яйцах и корзинах могут удивить два момента, а именно:

- Весьма ограниченная диверсификация ведет к существенному

уменьшению уровня риска. Даже разнесение доступных инвестиционных средств между двумя разными ценными бумагами успешно устраняет значительную долю риска. Каждая следующая ценная бумага, добавленная в портфель, существенно меньше влияет на сокращение риска.

- Если портфель содержит от 15 до 20 ценных бумаг, дальнейшее увеличение его размера не приведет к заметному сокращения риска. Существует риск, на который невозможно повлиять диверсификацией.

Часть риска, чувствительная к диверсификации, называется специфическим риском; неизменная часть — системным риском. Общий риск — это их сумма.

Как мы видели в предыдущей главе, специфический (или несистемный) риск возникает из-за случайных факторов, присущих тому или иному бизнесу. Так как эти факторы специфичны, потребуется относительно небольшая диверсификация, чтобы свести их на нет.

Системный (или портфельный) риск связан с общеэкономическими (макроэкономическими) факторами, которые влияют на все компании.

Феномен, показанный на рис. 7.1, позволяет сделать следующие выводы:

- Инвесторы должны распределять ценные бумаги по портфелям, что позволяет сократить риск ценой небольших затрат.

- Нецелесообразно диверсифицировать риск между более чем 15-20 разными ценными бумагами, так как почти все преимущества диверсификации истощаются при этом объеме портфеля. Дальнейшая диверсификация означает, что инвесторам придется нести более высокие операционные издержки для формирования портфеля, а также что последующее управление им потребует больших затрат средств и/или труда.

Если системный риск инвесторы несут из-за макроэкономических факторов, то очевидно, что некоторые ценные бумаги более чувствительны к этим факторам, чем другие. Например, продовольственный магазин на оживленной улице пострадает от спада в экономике в меньшей степени, чем

производитель средств производства (внеоборотных активов компании).

Является ли уровень риска, присущий доходности всех ценных бумаг, одинаковым даже при отсутствии специфических рисков? Рассмотрим этот и некоторые другие связанные с ним вопросы.

5.2 Теория портфеля

Если предположить, что значения доходности ценной бумаги симметрично распределяются вокруг математического ожидания и что инвесторы не склонны к риску, то мы можем при помощи средних значений и стандартных отклонений полностью описать ценные бумаги и, следовательно, представить их графически, как на рис. 7.2.

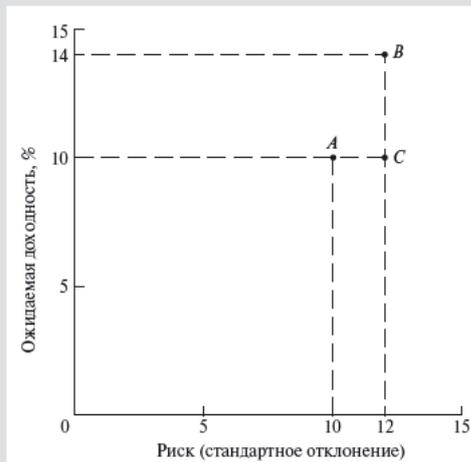
В соответствии с рис. 7.2 все инвесторы, не склонные к риску, предпочтут вложению *C* вложение *B*, так как у него выше математическое ожидание при том же уровне риска. Эти же инвесторы предпочтут вложению *C* вложение *A*, так как у него ниже риск при том же уровне ожидаемой доходности. В таких случаях говорят, что инвестиции *A* и *B* являются «доминирующими». Однако выбор между *A* и *B* зависит от отношения инвестора, принимающего решение, к риску (т.е. от вида кривой полезности конкретного инвестора).

Позиции *A* и *B* на рис. 7.2 обусловлены их ожидаемыми доходностями и стандартными отклонениями. Предполагается, что у *B* доходность будет выше, чем у *A* (14 и 10% соответственно), но также предполагается, что риск у *B* будет больше (стандартное отклонение 12 против 10%). Если допустить, что ожидания всех инвесторов по отношению к этим и другим ценным бумагам одинаковы, то эти ценные бумаги будут занимать для них одну и ту же точку на графике.

Рисунок 7.2

Профили соотношения «риск/доходность» для трех ценных бумаг — А, В и С

Каждая из трех точек представляет соотношение ожидаемой доходности и уровня риска для трех независимых ценных бумаг.



Ожидаемая доходность и риск портфеля

Предположим, что нам понадобилось сформировать портфель, содержащий бумаги А и В в некой пропорции (а). Ожидаемая доходность этого портфеля составит

$$r_P = \alpha_A r_A + \alpha_B r_B$$

где r_P , r_A и r_B — ожидаемая доходность портфеля, ценной бумаги А и ценной бумаги В соответственно; другими словами, доходность портфеля — это просто средневзвешенная доходность составляющих его ценных бумаг. Стандартное отклонение портфеля составляет

$$\sigma_P = \sqrt{\alpha_A^2 \sigma_A^2 + \alpha_B^2 \sigma_B^2 + 2\alpha_A \alpha_B R \sigma_A \sigma_B}$$

где σ_P , σ_A и σ_B — стандартное отклонение ожидаемой доходности портфеля, ценной бумаги А и ценной бумаги В соответственно, R — коэффициент корреляции (coefficient of correlation) между ожидаемыми доходностями двух ценных бумаг*. При R

При $R=+1$ ожидаемые доходности будут полностью коррелировать друг с другом: повышение доходности ценной бумаги А на x процентов всегда будет приводить к повышению доходности ценной бумаги В на y процентов, и наоборот. При $R = -1$ связь будет столь же тесной, но отрицательной: повышение доходности ценной бумаги А на x процентов всегда будет приводить к понижению доходности ценной бумаги В на y процентов. R в промежутке между -1 и $+1$ означает менее тесную взаимосвязь, а нулевое значение R — полное отсутствие зависимости между показателями доходности двух ценных бумаг. (Заметьте, что будет существовать особое значение R для каждой двух переменных. Конкретная величина R будет индивидуальной для А и В, и не будет повторяться, за исключением

совпадений, для двух других ценных бумаг, и даже для А или В и третьей ценной бумаги.)

В табл. 7.1 показаны ожидаемая доходность и стандартное отклонение для набора возможных портфелей из ценных бумаг А и В с гипотетически возможными коэффициентами корреляции (R).

Чтобы проиллюстрировать, откуда появились данные в табл. 7.1, рассмотрим ситуацию, когда портфель состоит из 25% ценных бумаг А и 75% ценных бумаг В, а коэффициент корреляции между доходностями этих двух ценных бумаг равен +0,5 (см. табл. 7.1, строку 2, столбцы 2 и 6).

Напомним, что ожидаемая доходность ценной бумаги А составляет 10% при стандартном отклонении 10%, а ожидаемая доходность ценной бумаги В — 14% при стандартном отклонении 12%.

Ожидаемая доходность портфеля составит

$$r_p = a_A + a_B = (0,25 \times 10\%) + (0,75 \times 14\%) = 13\%.$$

Стандартное отклонение портфеля.

$$\begin{aligned} \sigma_p &= \sqrt{\alpha_A^2 \sigma_A^2 + \alpha_B^2 \sigma_B^2 + 2\alpha_A \alpha_B R \sigma_A \sigma_B} = \\ &= \sqrt{(0,25^2 \times 10\%^2) + (0,75^2 \times 12\%^2) + 2 \times 0,25 \times 10\% \times 0,5 \times 0,75 \times 12\%} = 10,476\% = 10,5\%. \end{aligned}$$

Таблица 7.1

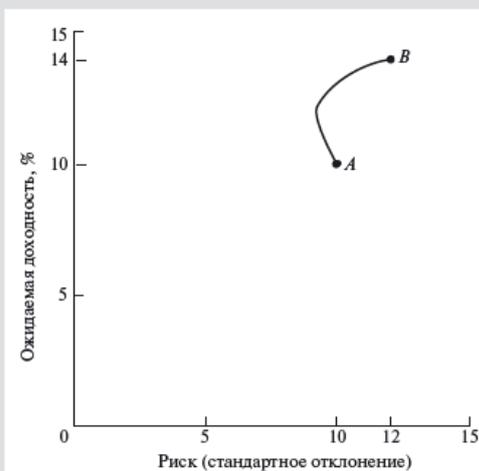
Риск и ожидаемая доходность для различных портфелей ценных бумаг А и В с разными предполагаемыми коэффициентами корреляции

Доля ценной бумаги А в портфеле, %	Ожидаемая доходность портфеля, %	Стандартное отклонение для различных коэффициентов корреляции				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	+0,5%	+1,0%
0	14	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
25	13	6,5	8,0	9,3	10,5	11,5
50	12	1,0	5,6	7,8	9,5	11,0
75	11	4,5	6,5	8,1	9,4	10,5
100	10	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0

Рисунок 7.3

Профили соотношения «риск/доходность» для портфелей ценных бумаг А и В при положительном коэффициенте корреляции 0,5

Благодаря объединению ценных бумаг А и В в один портфель происходит сокращение риска, так как обе эти ценные бумаги имеют коэффициент корреляции менее +1,0.



Другие портфели А и В

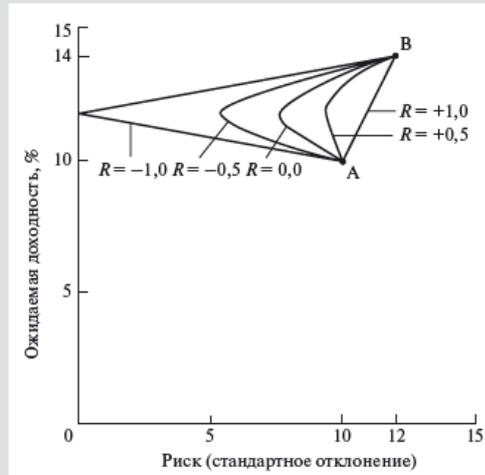
На рис. 7.3 показан ожидаемый профиль отношения «риск/доходность» для портфелей ценных бумаг с различной пропорцией А и В при предполагаемом коэффициенте корреляции +0,5. Это график значений столбца 2 относительно значений столбца 6 (см. табл. 7.1). Каждая точка на этой кривой является сочетанием доходности и риска для портфеля, содержащего А и В в различных пропорциях. Можно видеть, что риск минимален там, где портфель содержит от 50 до 75% А.

На рис. 7.4 показаны профили соотношения ожидаемой доходности и риска в соответствии с пятью допускаемыми коэффициентами корреляции (—1,0, —0,5, 0,0, +0,5 и +1,0), а не только одним (+0,5), представленным на рис. 7.3. Здесь, как мы видим, для отрицательно коррелированных ценных бумаг появляются максимальные возможности для сокращения риска. Фактически существует безрисковая комбинация* А и В при коэффициенте корреляции, равном —1,0.

Рисунок 7.4

Профили соотношения «риск/доходность» для различных портфелей ценных бумаг А и В при различающихся допущениях относительно коэффициента корреляции

Например, все точки на линии, соединяющей А и В и имеющей обозначение $R = -0,5$, показывают риск и доходность портфеля, содержащего ценные бумаги А и В в определенной пропорции, при допущении, что коэффициент корреляции между этими двумя ценными бумагами составляет $-0,5$.



В реальности столь идеально отрицательно коррелированные ценные бумаги будет невозможно. Их существование означало бы, что можно сформировать портфель, совсем не обладающий риском, что вряд ли практически достижимо. В равной степени невозможно существование ценных бумаг, которые бы полностью положительно коррелировали между собой. Если бы они существовали, их объединение в одном портфеле было бы бессмысленным с точки зрения минимизации риска, так как риск портфеля не что иное, как линейная комбинация рисков составляющих его ценных бумаг. Это доказывает прямая линия, которая на рис. 7.4 соединяет А и В и представляет собой ожидаемый профиль соотношения доходности и риска при $R = +1,0$. На самом деле ценные бумаги с положительной (но не идеально положительной) корреляцией — это как раз то, что нам нужно выявить. С этой позиции столбец 6 табл. 7.1 является наиболее реалистичным. Здесь коэффициент корреляции равен $+0,5$, а комбинирование А и В ведет к некоторому уменьшению общего риска, но не устраняет его.

Та часть риска, которая сокращается при комбинировании А и В в портфель, является специфическим риском. Как мы видели на рис. 7.1, случайная комбинация двух ценных бумаг вовсе не исчерпывает возможности сокращения специфического риска. Включение в портфель других ценных бумаг в соответствующих сочетаниях способствовало бы

дальнейшему сокращению риска.

Расширение области инвестиций

На рис. 7.5 показаны еще три ценные бумаги — С, D и E, — которые будут приняты в расчет. Разнообразные кривые отображают ожидаемые профили отношения «риск/ доходность» при различных комбинациях любых двух из пяти ценных бумаг. Верхняя левая линия ХВ показывает ожидаемый профиль «риск/доходность» для портфеля, содержащего пять ценных бумаг в разной пропорции. Заметьте, что каждая комбинация ожидаемой доходности и риска на этой линии «доминирует» по отношению к любой другой позиции, которую мог бы занять данный инвестор с этими пятью ценными бумагами. Например, возьмем на этой прямой точку X. Ни одна другая возможная точка не обеспечит ни более высокой ожидаемой доходности для уровня риска X, ни меньшего риска для ожидаемой доходности X. Рассмотрим портфель, представленный точкой Y его ожидаемая доходность выше, чем в точке X, но выше также и риск. Таким образом, ни X не имеет преимуществ перед Y, ни Y не имеет преимуществ перед X.

Эффективность

Конечно, пять ценных бумаг, представленных на рис. 7.5, не отражают сумму инвестиционных финансовых возможностей, а следовательно, не дают представления о доступном максимуме возможностей сокращения специфического риска. Существует граница эффективности ценных бумаг. Это можно видеть на рис. 7.6. Каждая точка на кривой EE представляет некий портфель, сформированный из нескольких или всех ценных бумаг, доступных в экономике. Эффективный (efficient) в данном контексте означает отсутствие специфического (несистематического) риска; все такие риски устранены благодаря диверсификации.

Ни один из многочисленных портфелей, представленных границей эффективности (efficient frontier), не имеет специфических рисков; если бы такие риски существовали, их можно было бы продолжать диверсифицировать и устранять, отодвигая границу в верхний левый угол.

Рисунок 7.5

Профили отношения «риск/доходность» для различных портфелей ценных бумаг А, В, С, D и E

Каждая точка на любой из сплошных кривых линий представляет риск и доходность портфеля, содержащего определенное соотношение некоторых ценных бумаг. Кривая, проходящая через точки X и Y, показывает риск и доходность портфеля, который содержит в определенной пропорции все ценные бумаги. О портфелях, которые находятся на этой линии между B и X, говорят, что они доминируют по отношению ко всем остальным возможным комбинациям этих пяти ценных бумаг. Это значит, что они обладают либо высокой ожидаемой доходностью при том же (или более низком) уровне риска, либо более низким уровнем риска при той же (или более высокой) ожидаемой доходности.

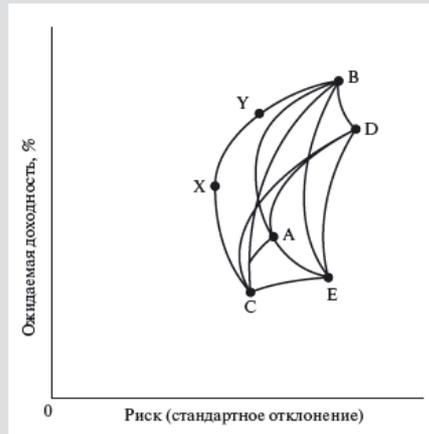


Рисунок 7.6

Граница эффективности

Каждая точка линии EE представляет собой профиль отношения «риск — доходность» для некоего портфеля, который не подвержен никакому специфическому риску. Кривые $U_x U_x$, $U_y U_y$ и $U_z U_z$ — это кривые полезности трех разных индивидов. График показывает, что каждый человек будет стремиться сформировать свой портфель ценных бумаг.



Полезность

Вспомним главу 6, в которой мы обсуждали проблему полезности. Применительно к любому индивиду и любым двум взаимосвязанным факторам можно (по крайней мере, теоретически) представить предпочтения данного индивида, относящиеся к компромиссу между названными факторами, в виде набора кривых полезностей. Если предположить, что инвесторы одновременно и не склонны к риску, и стремятся максимизировать кривую полезности богатства, то их кривые полезности будут похожи на кривые, изображенные на рис. 7.6 ($U_x U_x$, $U_y U_y$ и $U_z U_z$).

Заметьте, что все эти три кривые полезности относятся к разным индивидам (X, Y и Z), каждый из которых готов взять на себя некий риск, но требует за это компенсации в форме повышенной ожидаемой доходности. В каждом случае инвесторам, чьи предпочтения здесь отображаются, будет нужен все больший прирост ожидаемой доходности при каждом

последующем увеличении риска, который они будут готовы взять на себя. Вот почему правая часть каждой из этих кривых наклонена вверх.

Как показывает кривая полезности индивида Z , он менее склонен к риску, чем индивид X . Последний готов взять на себя гораздо больший риск для достижения определенного уровня ожидаемой доходности, чем первый. Индивид X тоже не склонен к риску и, следовательно, требует повышения ожидаемой доходности при дополнительном приросте риска, но в меньшем объеме, чем индивид Z .

Вне зависимости от индивидуальных предпочтений все инвесторы (X , Y и Z), предпочтения которых представлены на рис. 7.6, достигнут максимального уровня полезности (удовлетворенности), если будут вкладывать средства в один из портфелей, расположенных вдоль границы эффективности (EE). Никто не захочет инвестировать в портфели или отдельные бумаги, которые находятся ниже или правее границы эффективности, потому что всем им присущ специфический риск. Вкладывая средства в портфель, находящийся на кривой EE , можно получить или более высокий доход, или более низкий риск.

Безрисковые активы

А теперь допустим, что существует финансовый рынок, на котором все инвесторы будут заимствовать и кредитовать средства в неограниченном объеме и по одинаковой безрисковой ставке (*free-risk rate*) (r). Это превратит положение, отраженное на рис. 7.6, в положение, представленное на рис. 7.7. Теперь все инвесторы окажутся на прямой rfS .

Инвесторы, чьи предпочтения схожи с предпочтениями индивида Z , решат вложить свои средства в рискованные ценные бумаги, а остальное — одолжить по безрисковой ставке (см. рис. 7.7). Индивид Y вложит все свои средства в рискованные ценные бумаги, несмотря на то что существуют безрисковые активы (*risk-free assets*). Причина в том, что кривая полезности этого человека является касательной к rfS , в то время как сама rfS — касательная к EE . Инвесторы, чьи предпочтения схожи с предпочтениями

индивида X (который из всех троих наиболее склонен к риску), решат занять по безрисковой ставке r , так что в рисковые активы можно будет вложить даже сумму, превышающую их собственное богатство.



Заметьте, что благодаря возможности безрискового заимствования/кредитования средств два наших инвестора получают более высокую полезность (повышение ожидаемого дохода при данном уровне риска или снижение риска при данном уровне ожидаемого дохода). Сравните точку P с точкой Q (куда бы вложил средства индивид Z , не имея возможности заимствовать, см. рис. 7.6), или точку T с точкой V (куда бы вложил средства индивид X , не имея возможности заимствовать) на рис. 7.7. Для третьего инвестора позиция остается неизменной. Возможность безрискового заимствования/кредитования не повлияет только на тех инвесторов, у которых максимальный уровень полезности проходит по касательной к f в точке M (а их незначительное меньшинство). Положение всех других инвесторов улучшится.

Двухфундовая теория разделения

Результатом этого является так называемая двухфундовая теория разделения (two-fund

separation). Независимо от личных предпочтений индивидов все они решат вложить свое состояние в какое-либо сочетание портфеля M и безрисковых активов. Такая позиция похожа на разделение Фишера, с

которым мы сталкивались в главе 2. Разделение Фишера предполагает, что вне зависимости от личных предпочтений относительно инвестиций и потребления все инвесторы будут придерживаться единого мнения об оптимальном уровне реальных инвестиций при условии существования возможностей заимствования/кредитования средств. Двухфондовая теория разделения означает, что все инвесторы выберут один и тот же портфель рискованных ценных бумаг (портфель М), если будут существовать безрисковые возможности заимствования/кредитования.

Что такое портфель М?

После всего сказанного возникает вопрос: что же это за портфель, в который мы все захотим вложить свои средства, и какие ценные бумаги он содержит?

Давайте посмотрим на эти вопросы с другой точки зрения. Что случится с ценной бумагой, которая не войдет в портфель М? Если мы все предпочитаем портфель М, то цены на все ценные бумаги, которые в него не входят, будут равняться нулю. Цена любого товара, который никому не нужен, равна нулю (по крайней мере на свободном рынке). Это означает, что будут существовать ценные бумаги с ожидаемой доходностью, которые можно будет взять даром. Очевидно, что такое положение слишком хорошо, чтобы быть правдой. Эффективность фондового рынка, о существовании которой мы знаем хотя бы в общем виде, не допустит возникновения подобных аномалий в реальной жизни; такого рода нулевые или просто недооцененные ценные бумаги могут оказаться высокодоходными и превзойти портфель М. Таким образом, они будут покупаться до тех пор, пока их цена не станет разумной по сравнению с ценами других рыночных бумаг. Единственным логическим выводом из этого является то, что портфель М должен иметь в своем составе все ценные бумаги, имеющиеся на рынке, в некоторой пропорции; другими словами, это рыночный портфель.

Очевидно, никто не может обладать рыночным портфелем в строгом

смысле. То, что нам известно об эффективности фондового рынка (подробнее мы будем говорить об этом в главе 9), предполагает, что цены ценных бумаг устанавливаются логически одна относительно другой. В этом смысле они являются заменителями друг друга, и поэтому невозможность сформировать в полном объеме рыночный портфель не опровергает сформулированных ранее принципов.

Линия рынка капитала

Линия r_fS на рис. 7.7 называется линией рынка капитала (capital market line, CML*).

CML определяет взаимосвязь между риском и доходностью эффективных портфелей рискованных ценных бумаг. Заметьте, что эта линия будет перемещаться вверх и вниз, дальше и ближе от горизонтальной линии, в зависимости от изменения процентной ставки с течением времени.

Из рис. 7.7 видно, что ожидаемая доходность, доступная инвестору, составляет:

$$r_f + \text{премия за риск,}$$

Сумма премии за риск зависит от размера инвестиций в портфель с рискованными ценными бумагами.

5.3 Модель оценки капитальных активов

CML определяет оптимальное соотношение «риск/доходность» для эффективных портфелей. При этом наиболее интересной и ценной для нас, по-видимому, является взаимосвязь между ожидаемой доходностью и риском для отдельных ценных бумаг. Фактически она составляет:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \frac{\text{Cov}(i, M)}{\sigma_m^2},$$

где $E(r)$ — ожидаемый доход от конкретной ценной бумаги i ; f —

безрисковая ставка заимствования/кредитования; $E(r_m)$ — ожидаемый доход от рыночного портфеля; $Cov(i, M)$ — ковариация доходности ценной бумаги i с доходностью рыночного портфеля; а a_m^2 — дисперсия (квадрат стандартного отклонения) рыночных доходов.

Это уравнение, известное как модель оценки капитальных активов (capital asset pricing model, CAPM), может быть непосредственно выведено из имеющейся информации

о СМЛ. (В приложении к этой главе приведен подробный расчет формулы CAPM.)

Заметьте, что при использовании CAPM для определения ожидаемой доходности любой конкретной ценной бумаги i мы используем только один коэффициент, непосредственно относящийся к i . Это $Cov(i, M)$. Все остальные коэффициенты [$E(r_m)$, f и a_m — являются общими для всех ценных бумаг. Единственный показатель, который отличает ожидаемую доходность одной ценной бумаги от ожидаемой доходности другой, — это степень ковариации ожидаемой доходности данной ценной бумаги с ожидаемой доходностью рыночного портфеля.

Все это отлично сочетается с тем, что нам известно о специфических и систематических рисках. Мы знаем, что специфических рисков можно достаточно легко избежать; таким образом, не будет сюрпризом тот факт, что доходы, которые мы ожидаем получить от конкретной ценной бумаги, не зависят от специфического риска. Даже несмотря на то, что более высокие риски обычно вызывают ожидание более высоких доходов, абсолютно логичным представляется то, что индивиды, необоснованно подвергающие себя специфическим рискам, не должны ожидать более высоких доходов.

Представьте себе, что мойщик окон в офисе обратился к своему работодателю с требованием повышения заработной платы на том основании, что он решил не надевать предохранительный пояс, предоставленный работодателем, и подвергается большей опасности по сравнению с мойщиками, которые носят такие пояса. Несомненно, работодатель ответит,

что мойщика окон никто не просил испытывать такой риск и что брать его на себя нет никакой необходимости, так как благодаря ношению страховочного ремня этот риск можно полностью устранить. В итоге фондовый рынок говорит человеку, который безосновательно подвергает себя специфическому риску, то же самое, и, соответственно, инвестор не получит компенсации за то, что взял на себя такой риск*.

SAPM говорит нам, что ожидаемые доходы будут увеличиваться в той мере, в какой ожидаемые доходы по конкретной ценной бумаге зависят от ожидаемого дохода рыночного портфеля. Это тоже вполне сочетается с тем, что нам уже известно, а именно что систематический риск, который инвестор вынужден испытывать, связан с факторами, влияющими на все ценные бумаги. Неудивительно, что ковариация с большинством ценных бумаг является мерой систематического риска.

Бета-коэффициент: индикатор риска

SAPM говорит нам о том, что фондовый рынок устанавливает цены на ценные бумаги таким образом, что за специфический риск не следует ожидать более высоких доходов. Предполагается, что систематический риск будет компенсирован премией за риск (сверх безрисковой ставки), размер которой составит:

$[E(r_m) - r_f] \times \text{Cov}(i, M) / \sigma_m^2$.
Последний член этого уравнения обычно обозначается как **бета (β) (beta)**, или бета-коэффициент, так что SAPM обычно записывается следующим образом:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta_i.$$

Чем больше бета-коэффициент, характеризующий данную ценную бумагу, тем выше ожидаемый доход от нее.

Ценные бумаги с высоким бета-коэффициентом имеют гарантированно высокий доход. Но в природе риска заложено, что ничего нельзя гарантировать. Тем не менее заранее предполагается, что доходность ценных бумаг с высоким бета-коэффициентом будет выше, чем у бумаг с низким бета-коэффициентом. Если большинство инвестиций в ценные бумаги (рыночный портфель) доходно, тогда ценные бумаги с высоким бета-

коэффициентом ждет успех: чем выше бета-коэффициент, тем больший успех их ожидает. С другой стороны, если доходность ценных бумаг на рынке в целом не очень высока, то и ценные бумаги с высоким бета-коэффициентом не будут успешны. Другими словами, бета-коэффициент — это измеритель нестабильности доходов по сравнению с доходами рыночного портфеля. Бета-коэффициенты выше 1,0 считаются высокими, ниже 1,0 — низкими. Ценные бумаги с высоким бета-коэффициентом иногда называют агрессивными (*aggressive*), с низкой — защитными (*defensive*). На практике акции могут обладать бета-коэффициентом, превышающим 2,0. Также можно найти ценные бумаги с бета-коэффициентом ниже 0,4.

Отрицательные бета-коэффициенты

В принципе, ничто не мешает ценным бумагам иметь отрицательный бета-коэффициент. Систематический риск обусловлен рядом макроэкономических факторов, таких, как уровень процентной ставки или цена на топливо. На некоторые ценные бумаги большинство этих факторов оказывает сильное негативное воздействие (ценные бумаги с высоким бета-коэффициентом). Другие бумаги подвержены незначительному воздействию этих факторов (ценные бумаги с низким бета-коэффициентом). Может оказаться, что на некоторые ценные бумаги эти факторы влияют положительно, в то время как на большинство других — отрицательно. Такие бумаги будут иметь отрицательный бета-коэффициент.

Вероятно, большинство компаний испытывает отрицательное воздействие высоких процентных ставок и цен на топливо. Однако банки и производители топлива, соответственно, выиграют от их повышения. Это не обязательно означает, что ценные бумаги банков и производителей топлива будут иметь отрицательный бета-коэффициент. Бета-коэффициент ценной бумаги связан со всеми макроэкономическими факторами, которые на нее влияют. Применительно к конкретной ценной бумаге может оказаться, что, хотя один-два фактора оказывают на нее противоположное влияние по сравнению с тем, как они действуют на остальные ценные бумаги, большин-

ство факторов будет воздействовать на нее так же, как и на другие ценные бумаги. Банку может быть выгодна высокая процентная ставка, но на него негативно влияют высокие цены на топливо, высокая стоимость рабочей силы, спад в торговле и т.д. На практике ценных бумаг с отрицательным бета-коэффициентом, по-видимому, не существует.

Особо нужно отметить, что бета-коэффициенты лишь отражают эффект конкретной ценной бумаги на хорошо диверсифицированный портфель. Ценная бумага с низким бета-коэффициентом может быть очень рискованной, но при этом большинство рисков может быть специфическими.

Линия рынка ценных бумаг

На рис. 7.8 CAPM представлена графически. Риск здесь измерен при помощи бета-коэффициента. Профиль соотношения «риск/доходность» для всех активов должен располагаться вдоль прямой rГТ, которую называют линией рынка ценных бумаг (security market line, SML*).

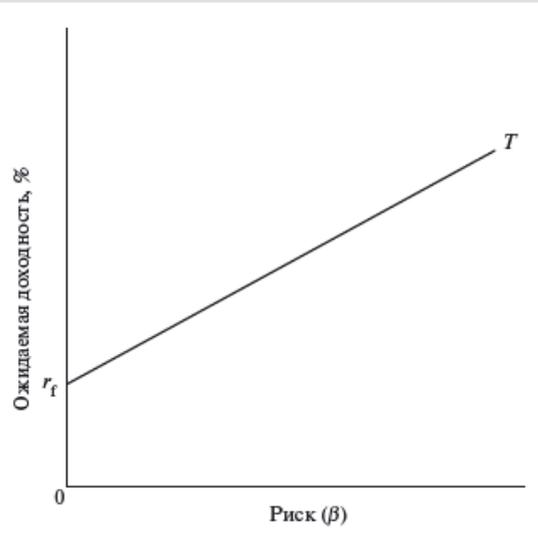
Важно понимать разницу между линией фондового рынка и линией рынка ценных бумаг. SML показывает отношение ожидаемого дохода к риску, измеряемому стандартным отклонением доходов. Это понятно, потому что SML представляет собой оптимальное соотношение «риск/доходность» для эффективных портфелей, т.е. в данном случае весь риск является систематическим. В свою очередь, SML показывает оптимальное соотношение «риск/доходность» для случаев, когда риск измеряется бета-коэффициентом, т.е. только элементом систематического риска отдельной ценной бумаги. SML не показывает индивидуального профиля соотношения «риск/доходность» отдельно взятой ценной бумаги, потому что каждая отдельно взятая ценная бумага содержит в себе также элемент специфического риска, т.е. все они неэффективны. Таким образом, все отдельно взятые ценные бумаги (и, конечно, все неэффективные портфели) находятся ниже и правее границы эффективности (см. рис. 7.6).

CAPM была разработана Шарпом (Sharpe 1963), хотя другие исследователи независимо друг от друга пришли к тем же результатам.

Рисунок 7.8

Графическое представление CAPM — линии рынка ценных бумаг

Там, где нет риска, ожидаемый доход представляет собой безрисковую ставку. По мере увеличения систематического риска (измеряемого бета-коэффициентом) ожидается более высокая премия за риск (сверх безрисковой ставки).



5.4 CAPM: при расчете бета – коэффициента

Теперь посмотрим, как можно рассчитать бета-коэффициенты для обыкновенных акций конкретной компании.

Пример 7.1

Ниже представлены данные на конец года о репрезентативном индексе фондовой биржи и ценах на обыкновенные акции компании Ace plc.

<i>Год</i>	<i>Индекс</i>	<i>Цена акции, ф. ст.</i>
1995	218	1,09
1996	230	1,20
1997	248	1,33
1998	250	1,40
1999	282	1,80
2000	297	1,99
2001	288	1,81
2002	290	1,98
2003	320	2,25
2004	356	2,55
2005	371	2,80

На основе табличных данных Вам необходимо рассчитать бета-коэффициенты (без учета дивидендов).

Решение

Оценка рыночных факторов

Год (1)	Индекс (2) P_{mt}	Реализованный доход (3) $r_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1}$	Отклонение дохода (4) $r_{mt} - S_m$	Вариантность дохода (5) $(r_{mt} - S_m)^2$
1995	218			
1996	230	0,055	(0,001)	0,0000
1997	248	0,078	0,022	0,0005
1998	250	0,008	(0,048)	0,0023
1999	282	0,128	0,072	0,0052
2000	297	0,053	(0,003)	0,0000
2001	288	(0,030)	(0,086)	0,0074
2002	290	0,007	(0,049)	0,0024
2003	320	0,103	0,047	0,0022
2004	356	0,113	0,057	0,0032
2005	371	0,042	(0,014)	0,0002
		<u>0,557</u>		<u>0,0234</u>

$$S_m = \frac{0,557}{10} = 0,056, \text{Var } r_m = \frac{0,0234}{10} = 0,0023.$$

Оценка бета-коэффициента акций Асе рlc

Год (1)	Стоимость акции (2) P_{it} ф. ст.	Реализованный доход (3) $(P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$	Отклонение дохода (4) $r_{mt} - S_m$	Ковариация с рынком (5) $(r_{it} - S_i)(r_{mt} - S_m)$
1995	1,09			
1996	1,20	0,101	(0,002)	0,0000
1997	1,33	0,108	0,005	0,0001
1998	1,40	0,053	(0,050)	0,0024
1999	1,80	0,286	0,183	0,0132
2000	1,99	0,106	0,003	(0,0000)
2001	1,81	(0,090)	(0,193)	0,0166
2002	1,98	0,094	(0,009)	0,0004
2003	2,25	0,136	0,033	0,0016
2004	2,55	0,133	0,030	0,0017
2005	2,80	0,098	(0,005)	0,0001
		<u>1,025</u>		<u>0,0361</u>

$$S_i = \frac{1,025}{10} = 0,103, \text{Cov}(i, M) = \frac{0,0361}{10} = 0,0036.$$

Так как $\beta_i = \frac{\text{Cov}(i, M)}{\text{Var } r_m},$

то: $\beta_{\text{Асе}} = \frac{0,0036}{0,0023} = 1,56.$

Таким образом, акционерный капитал компании Ace plc имеет достаточно высокий бета-коэффициент.

Объяснение расчета рыночных коэффициентов, представленных выше в первой таблице:

- p — значение индекса, использованное в качестве суррогатного для данного рынка и приведенное в столбце 2.

- r_{mt} — годовой реализованный доход на данном рынке. Рассчитывается как прирост за год, т.е. разность между показателем на конец года (p_m) и показателем на начало года ($p-1$), деленная на показатель на начало года ($p-1$). Например, доход, реализованный в течение 1996 г., — это прирост индекса с 1995 по 1996 г. (12), деленный на показатель начала 1996 г. (218).

- S_m — среднее арифметическое годовых доходов, т.е. их сумма, деленная на количество периодов получения доходов (10).

- Столбец 4 рассчитан путем вычитания среднего арифметического годового дохода (0,056) из дохода каждого года (столбец 3).

- Столбец 5 — показатели колонки 4, возведенные в квадрат.

Данные таблицы, относящиеся к компании Ace plc, получены аналогичным образом.

5.5 Допущения, используемые в CAPM.

При разработке CAPM следует исходить из ряда допущений.

1. Инвесторы не склонны к риску и стремятся максимизировать ожидаемую полезность богатства.
2. Ни один частный инвестор не доминирует на фондовом рынке.
3. Инвесторов интересуют только две характеристики ценной бумаги: ее ожидаемая доходность и дисперсия (или стандартное отклонение).
4. Существует единая безрисковая ставка, по которой все инвесторы

могут заимствовать средства и давать их в кредит без ограничений.

5. Оплата дилерских услуг, налоги и другие несовершенства отсутствуют.

6. Все инвесторы одинаково воспринимают каждую ценную бумагу.

Кратко рассмотрим эти утверждения с точки зрения их обоснованности. Допущение 1 представляется верным: несомненно, большинство людей предпочитает большее богатство меньшему (при прочих равных условиях) и не склонно к риску. Допущение 2 также в широком смысле верно, так как отдельные инвесторы, даже крупные, обычно не доминируют на рынке с какой-либо одной ценной бумагой. В литературе много обсуждается (см., например, Levy and Sarnat 1988) достоверность *критерия среднего отклонения*, и в целом в контексте доходности ценных бумаг допущение 3 выглядит разумным. Опыт, представленный в работе Levy and Sarnat (1995), позволяет сделать вывод, что, хотя в аспекте распределения доходность ценной бумаги нельзя назвать полностью «нормальной», приблизительно она является таковой.

Допущения 4, 5 и 6, безусловно, неверны. Наносит ли их недостоверность серьезный ущерб модели, можно понять, только увидев, как CAPM работает на практике.

5.6 Тестирование CAPM

Для большинства из нас и, конечно, для большинства финансовых менеджеров единственной важной характеристикой теоретических выкладок, подобных CAPM, является то, насколько хорошо эта модель способна объяснить и, в частности, предсказать реальные события.

Бета-коэффициент как средство объяснения событий прошлого

Модель CAPM многократно проходила эмпирическую проверку. Целью большинства таких тестов было вычисление бета-коэффициента для ценной бумаги путем регрессии месячной доходности (прирост капитала плюс

дивиденд, выраженные как доля цены ценной бумаги на начало месяца) по отношению к доходности *рыночного портфеля* (так же как мы это делали применительно к компании Ace plc в Примере 7.1). Поскольку напрямую отследить рыночный портфель невозможно (он содержит некоторое количество каждого возможного капитального вложения), то используют заменитель. Обычно это один из репрезентативных индексов фондового рынка (в Узбекистане для этих целей иногда применяется актуарный индекс *Financial Times* — [the Financial Times Actuary Index]). Как правило, бета-коэффициент рассчитывают на основе месячных доходов за достаточно продолжительный период, например за пять лет (60 месяцев). Потом тестирование продолжают, чтобы понять, объясняет ли CAPM доходность ценных бумаг за период времени, последовавший за тем, который был использован для расчета бета-коэффициента.

До недавнего времени можно было утверждать, что в целом тестирование свидетельствует в пользу модели CAPM. Высказывались сомнения в возможности использования ставок по краткосрочным долговым обязательствам стабильных правительств (таких, как в США и Узбекистана) в качестве безрисковых, так как это не очень соответствовало реальной практике. В то же время ученые считали бета-коэффициент показателем, адекватно и полно измеряющим риск. Несмотря на тот факт, что CAPM имеет дело с ожидаемыми доходами (которые невозможно проверить), а тестирование по необходимости касалось реальных событий прошлого, был сделан вывод о том, что CAPM может эффективно использоваться для объяснения того, что уже произошло.

Однако недавно появились факты, которые ставят достоверность CAPM под сомнение. Фама и Френч (Fama and French 1992, 1996) провели крупномасштабное исследование американских акций, охватывающее период с 1962 по 1989 г. Они обнаружили, что бета-коэффициент не всегда может полностью объяснить уровень доходов от инвестиций. Они также выяснили, что доходы от акций некоторых компаний оказывались выше, чем

предсказывала модель CAPM. Это были небольшие компании и/ или такие, которые имели высокое соотношение балансовой и рыночной стоимости акционерного капитала (*book-to-equity ratio*). Фама и Френч сделали вывод, что инвесторы рассматривают такие компании как более рисковые (и, следовательно имеющие более высокую доходность) по сравнению с крупными и/или имеющими более низкий коэффициент «балансовая/рыночная стоимость». Причина этого, продолжают они, состоит в том, что, инвесторы считают более вероятным возникновение финансовых трудностей, например экономического спада, в менее крупных компаниях и там, где коэффициент «балансовая/рыночная стоимость» выше, чем в других компаниях. Преодоление таких финансовых затруднений обычно дорого обходится акционерам. По-видимому, небольшие компании менее устойчивы к трудностям, чем крупные. Рыночная стоимость капитала большинства компаний (т.е. текущая стоимость акции, умноженная на количество выпущенных акций) больше, чем взятый из балансового отчета показатель акционерного капитала плюс резервы. Это происходит потому, что в баланс обычно не включаются такие активы, как «гудвил» и стоимость брэнда, в то время как цена акций на рынке обычно отражает эти моменты. В более общем смысле, если рыночная стоимость акций значительно превышает балансовую, инвесторы начинают верить в будущее компании, в частности в ее способность к выживанию и развитию. Напротив, там, где достаточно высоко соотношение балансовой стоимости к рыночной, уверенность инвесторов в будущем компании снижается.

Фама и Френч предложили доработанную версию CAPM, которая в общем виде сводится к следующему:

Ожидаемая доходность инвестиций = Безрисковая ставка + Нормальная для

CAPM премия за риск + Вторая премия за риск, связанная с размером компании + + Третья премия за риск, связанная с коэффициентом «балансовая/рыночная стоимость»

Таким образом, для крупной компании с низким коэффициентом «балансовая/ рыночная стоимость» стандартная CAPM может достоверно предсказать ожидаемые доходы. В случае же небольших компаний и/или таких где цена акций относительно невысока по сравнению с балансовой стоимостью акционерного капитала, в показатель необходимо будет включить одну или обе дополнительные премии за риск. Дэвис, Фама и Френч (Davies, Fama and French 2000) проверили свою трехфакторную модель, используя данные по США за период с 1929 по 1997 г., и выяснили, что она гораздо более надежна, чем исходная CAPM. Дэвис, Унни, Дрейпер и Подьял (Davies, Unni, Draper and Paudyal 1999) тестировали модель Фамы и Френча на примере данных по Узбекистану. Они взяли период с 1976 по 1995 г. и рассчитали значения бета-коэффициента и показатели двух других премий за риск (связанных с размером компании и отношением балансовой стоимости к рыночной) на основе данных за первую половину периода, а затем оценили, насколько верен полученный с помощью данной модели прогноз доходов на вторую половину периода. Исследователи выяснили, что модель сработала значительно лучше, чем исходная CAPM. Чи Сьюхун, Шеклтон и Су (Chi-Hsiou Hung, Shackleton and Xu 2004), также на основе данных по Узбекистану, сделали вывод, что бета-коэффициент остается крайне важным для объяснения доходности акций даже там, где во внимание принимаются коэффициенты Фамы и Френча (связанные с размером компании и отношением балансовой стоимости к рыночной).

Бета-коэффициент как инструмент прогнозирования будущих событий

Важным вопросом, касающимся полезности CAPM для финансовых менеджеров, является то, насколько достоверно можно с помощью бета-коэффициента конкретной ценной бумаги, рассчитанного на основе прошлых данных, предсказать бета-коэффициент ценной бумаги на будущий период: другими словами, насколько стабилен бета-коэффициент во времени.

Опыт подсказывает, что бета-коэффициенты отдельно взятых ценных бумаг, рассчитанные на конкретный период времени, — не очень хорошее

средство прогнозирования бета-коэффициентов этих ценных бумаг для последующего и дальнейших периодов. С другой стороны, там, где ценные бумаги формируются в портфели, бета- коэффициент портфеля за один период является надежным средством прогнозирования бета-коэффициента этого портфеля для следующего периода. (Кстати, бета- коэффициент портфеля — это взвешенное среднее бета-коэффициентов всех ценных бумаг, составляющих данный портфель, т.е.

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n \alpha_i \beta_i,$$

где ценная бумага i составляет долю портфеля α_i (по рыночной стоимости).

Стабильность бета-коэффициентов портфелей представляет особый интерес для финансовых менеджеров, когда рассматривается вопрос о том, можно ли полностью сформировать данные портфели из обыкновенных акций компаний какой-либо одной отрасли. Иными словами, существует отраслевой бета-коэффициент, который остается достаточно стабильным в течение времени.

Чем объясняется относительная нестабильность бета-коэффициента ценной бумаги в отличие от бета-коэффициента портфеля? Существует, как минимум, две причины:

- Погрешности вычислений. Бета-коэффициент, рассчитанный для ценной бумаги, вполне может не быть ее «настоящим» бета-коэффициентом из-за ошибок при расчетах, включая, например, применение индекса фондового рынка в качестве индикатора рыночного портфеля.
- Фактические изменения соотношения риска ценной бумаги с течением времени. Нет никаких причин, по которым восприятие ценной бумаги на рынке должно оставаться неизменным, в то время как, например, соответствующая компания меняет свою инвестиционную политику. Как мы увидим в главе 11, степень зависимости компании от долгосрочных кредитов

также влияет на бета-коэффициент ценной бумаги. Таким образом, изменение уровня этой зависимости в течение времени будет приводить к нестабильности бета-коэффициента.

Значения каждого из этих коэффициентов по своей природе будут, по-видимому, иметь случайный характер (т.е. индивидуальный для каждой ценной бумаги); таким образом, комбинирование ценных бумаг в портфели создаст «портфельный» эффект, что будет способствовать более стабильной картине.

5.6 Значение CAPM

Для тех, кто инвестирует в ценные бумаги

Выводы, которые можно сделать на основе модели CAPM для инвесторов, вкладывающих средства в ценные бумаги, состоят в следующем:

- Масштаб диверсификации должен быть достаточным, для того чтобы избавить портфели от большинства специфических рисков. Специфический риск не дает никаких преимуществ.

- Инвесторам необходимо решить, хотят ли они вкладывать средства в ценные бумаги с высоким ($\beta > 1$), средним ($\beta = 1$) или низким риском ($\beta < 1$). Ряд коммерческих организаций, в том числе Лондонская школа бизнеса, регулярно публикуют рассчитанные ими бета-коэффициенты ценных бумаг, котирующихся на ведущих фондовых биржах. Подписчики этих данных могут использовать их для формирования портфелей, которые бы отвечали их индивидуальным предпочтениям в сфере соотношения «риск/доходность». Публикуемые бета-коэффициенты обновляются ежеквартально и предположительно рассчитываются путем сопоставления месячной доходности за последние пять лет с месячными репрезентативными индексами фондовой биржи, которые используются как суррогатные показатели доходности рыночного портфеля. (Несколько коммерческих организаций в США предлагают аналогичную услугу в отношении американских ценных бумаг.)

Хотя данные об эффективности фондового рынка показывают, что невозможно систематически определять победителей заранее, это не означает, что все ценные бумаги похожи друг на друга. Модель CAPM свидетельствует о возможности проводить различия между ценными бумагами, которые будут «работать» с коэффициентом выше среднего при хорошем функционировании рынка и ниже среднего при плохом, с одной стороны, и более устойчивыми, менее рискованными ценными бумагами — с другой. Таким образом, инвесторы могут выбирать уровень риска, соответствующий их ситуации и индивидуальности, и ожидать, что доходы будут соответствовать выбранному уровню риска.

Для финансовых менеджеров, определяющих ставку дисконта для реальных инвестиционных проектов

Здесь возникает вопрос: каким образом компании должны выбирать ставку, по которой они будут дисконтировать ожидаемые денежные потоки будущих реальных инвестиционных проектов для определения их NPV?

Обсуждая в главе 2 проблему максимизации благосостояния акционеров, мы высказали мысль о том, что подходящей ставкой дисконта является процентная ставка заимствования/кредитования. В реальном мире такой подход некорректен, потому что безрисковое кредитование не может служить сопоставимой альтернативой реальному инвестированию. При рассмотрении проекта логично взять для сравнения вариант с аналогичным уровнем риска.

Вспомним три фактора, влияющие на решение о ставке дисконта.

- Ценность бизнеса представляет собой сумму NPV всех проектов, осуществляемых компанией; таким образом, реализация нового проекта с положительным значением NPV должна повысить стоимость компании на сумму положительной NPV (см. главу 4).

- Анализ эффективности фондового рынка свидетельствует о том, что важные в экономическом плане события, происходящие внутри компании, отражаются на цене ее акций, так что осуществление проекта с

положительной NPV должно реально повысить рыночную стоимость ценных бумаг компании (см. главу 9).

- Модель CAPM говорит нам, что ожидаемые доходы прямо пропорциональны уровню риска каждой отдельной инвестиции. Более того, единственная часть риска, которая имеет значение (при условии, что инвесторы сформировали эффективный портфель), — это систематический риск (измеряемый бета-коэффициентом).

Эти три обстоятельства позволяют утверждать, что разумная ставка дисконта для отдельно взятого реального (и неизбежно рискованного) инвестиционного проекта должна вычисляться на основе CAPM. Используемая величина бета-коэффициента будет отражать ковариацию ожидаемой доходности проекта со среднерыночной доходностью большинства рискованных инвестиций (рыночного портфеля).

В конце концов, фондовый рынок — это рынок, на котором торгуемыми товарами являются риск и будущая доходность, поэтому использование рыночной оценки риска (т.е. именно того, чем занимается CAPM) представляется разумным способом установления цены конкретных и реальных инвестиций. Это в особенности разумно тогда, когда целью компании является максимизация благосостояния акционеров.

Практическая целесообразность стремления оценить бета-коэффициент конкретного инвестиционного проекта не столь очевидна. Довольно трудно дать оценку денежных потоков, не пытаясь оценить степень их ковариации с рыночным портфелем.

Вероятно, более практичный подход состоит в том, чтобы попытаться использовать для расчета ставки дисконта по проекту характерные (средние) бета-коэффициенты отрасли, в которой реально предполагается осуществить инвестицию. На первый взгляд такой подход может показаться слишком общим, поскольку каждому отдельному проекту свойственны свои риски, которые могут отсутствовать в отрасли. Однако при ближайшем рассмотрении станет ясно, что факторы необщего характера относятся к

специфическому риску, который инвестор может диверсифицировать.

Например, компания, большинство инвестиций которой вложено в издание газет, намерена инвестировать средства в производство кухонной мебели. Для расчета соответствующей ставки дисконта ей следует использовать средний бета-коэффициент компаний, занимающихся только этой деятельностью. Таким образом, ставка дисконта будет отражать восприятие фондовым рынком систематического риска, свойственного производству кухонной мебели.

Так как целью компании является увеличение благосостояния акционеров, что осуществляется в основном благодаря рыночной стоимости акций, восприятие ее действий рынком очень важно.

Важно отметить, что, агитируя в пользу ставки дисконта, рассчитанной на основе данных фондового рынка, мы настаиваем на использовании ставки дисконта альтернативных издержек, поскольку дисконтируемые денежные потоки являются альтернативными. Это правильно, так как инвестиционной альтернативой, имеющей тот же систематический риск, что и рассматриваемая реальная инвестиция, является покупка акций другой компании с тем же бета-коэффициентом, что и у исходного проекта. Таким образом, мы должны быть готовы осуществлять реальные инвестиции с предполагаемой положительной NPV только тогда, когда ожидаемые денежные потоки дисконтированы по ожидаемой ставке дохода от альтернативной инвестиции в ценные бумаги.

5.7 Отсутствие единого мнения акционеров по рисковым инвестициям.

В предыдущей главе мы выявили проблему выбора из нескольких рискованных инвестиционных проектов, с которой сталкиваются менеджеры. Проблема состоит в том, что отдельные акционеры могут смотреть на рискованные проекты по-разному. Способствуя повышению полезности для одного акционера, проект может приводить к ее снижению для другого

акционера. Это просто отражает разный уровень неприятия риска акционерами.

В теории дисконтирование ожидаемых денежных потоков [$\sum (C_t / (1+r)^t)$] с использованием ставки дисконта, выведенной на основе CAPM, способно устранить эту проблему. Независимо от из конкретного отношения к риску все акционеры (если только они не склонны к риску) сойдутся во мнении, что проекты с положительной NPV при дисконтировании ожидаемых денежных потоков по ставке, основанной на CAPM, увеличивают полезность их благосостояния и, следовательно, должны быть осуществлены. Заметьте, что подобное теоретическое единодушие будет существовать при условии, что все акционеры владеют акциями в составе хорошо диверсифицированного портфеля.

5.8 Использование CAPM при определении ставки дисконтирования для реальных инвестиций: практические проблемы.

Существует три фактора, которые необходимо заранее оценить, чтобы можно было использовать CAPM на практике для расчета ставки дисконта. Разберем каждый из них и посмотрим, насколько сложно провести их адекватную оценку. Нас будет интересовать, может ли, применительно к каждому из них, прошлое служить источником полезных рекомендаций для будущего, и если нет, можем ли мы воспользоваться какой-либо альтернативой.

Мера риска (Risk measure) (в)

Из всех трех показателей мера риска, пожалуй, вызывает меньше всего проблем в том смысле, что средние бета-коэффициенты для обыкновенных акций компаний конкретной отрасли остаются относительно стабильными в течение времени. Так что бета- коэффициент портфеля, рассчитанный за пятилетний период, выглядит достаточно надежным прогнозом бета-коэффициента того же портфеля на следующие пять лет (Chi-Cheng, Fuller and

Chen 2000; Groenewald and Fraser 2000).

На практике представляется разумным произвести расчет оценочного показателя или, проще, использовать выполненные коммерческими службами оценки бета-коэффициентов нескольких компаний, чья практическая деятельность схожа с той, в которую планируется осуществить реальные инвестиции. Эти индивидуальные бета-коэффициенты следует усреднить.

Безрисковая ставка (f_f)

Для безрисковой ставки необходимо выявить безрисковый актив и произвести оценку его вероятной будущей стоимости. Несмотря на то что, строго говоря, безрисковых активов не существует, краткосрочные векселя правительства Узбекистана, по всей вероятности, являются самыми безопасными из всех активов, доступных нам в реальном мире. Мы без труда отыщем данные об исторических процентных ставках по ним. Единственной задачей остается расчет вероятных будущих процентных ставок. К счастью, ставки по государственным векселям достаточно стабильны из года в год и могут быть предсказаны с высокой степенью вероятности ведущими аналитиками. Ал-Али и Аркرایт (Al-Ali and Arkwright 2000) обнаружили, что практически все компании, использующие CAPM, определяют безрисковую ставку на основе исторических данных о доходности государственных векселей. В настоящее время (2005 г.) реальный (без учета инфляции) доход по государственным векселям Узбекистана составляет около 2% в год.

Ожидаемая доходность рыночного портфеля (D^{\wedge})

Ожидаемая доходность рыночного портфеля достаточно проблемный показатель. Он варьирует из года в год, его трудно точно предсказать. В качестве замещающего показателя для оценок будущего мы могли бы использовать среднюю доходность за ближайшие периоды прошлого, но, как показали Ибботсон и Синкфилд (Ibbotson and Sinquefeld 1979) на основе данных по США, в зависимости от выбранной начальной точки могут быть получены совершенно разные результаты; например, годовая ставка за период 1960—1978 гг. составляет 6,5%, за период 1970—1978 гг. — 4,5%, а за период

с 1973—1978 гг. — 0,9%.

Димсон, Марш и Стонтон (Dimson, Marsh and Staunton 2002) показали, что в среднем превышение доходности (премия за риск) над трехмесячными казначейскими обязательствами в течение 1900—2001 гг. в Узбекистане составило 4,5% в год (в реальном исчислении), хотя и менялось от года к году. Димсон и др. также показали, что премия за риск существенно варьировалась в мировом масштабе в течение этого периода, так же как она варьируется и в течение более коротких недавних периодов времени.

Вероятно, лучше всего при расчете рыночной премии за риск опираться на это долгосрочное среднее значение — 4,5% в год (для инвестиций в Узбекистана).

САРМ и налог

В главе 5 прозвучала мысль, что на практике необходимо прогнозировать денежные потоки за вычетом корпоративного налога и дисконтировать их по стоимости капитала также за вычетом этого налога. Отсюда возникает важный вопрос в контексте использования САРМ для расчета ставки дисконта: определяется ли ставка, рассчитанная на основе САРМ, за вычетом или без вычета корпоративного налога? Ответ таков: при обычном расчете она определяется за вычетом налога. Причина в том, что ожидаемый доход рыночного портфеля $E(r_m)$, который непосредственно используется в САРМ, — это доход после уплаты корпоративного налога. Доходы отдельных ценных бумаг и портфелей рассчитываются на основе дивидендов (которые выплачиваются из дохода после уплаты корпоративного налога) и дохода с капитала (который основывается на перспективных оценках будущих дивидендов). Таким образом, $E(r_m)$ — это ставка после уплаты корпоративного налога. Важно, что безрисковая ставка (r_f) также исчисляется за вычетом корпоративного налога.

САРМ и реальность

Ничто из того, что мы обсуждали в этой главе, не должно привести нас к выводу, что модель САРМ, даже если мы усовершенствуем ее в

соответствии с предложениями Фамы и Френча (см. с. 248), — это абсолютно точное описание реальной зависимости между риском и доходностью ликвидных ценных бумаг. Тестирование CAPM выявило некоторые несоответствия между фактами и теорией, которые нельзя ни полностью, ни даже частично списать на изъяны методов расчета.

В то же время логика расчета CAPM и логичность основных положений, на которых основана эта модель, а также общая тенденция подтверждающей ее практики говорят о том, что ее базовые положения достоверны. Логично, что риск делится на специфический (следовательно, устранимый) и систематический (следовательно, неизбежный). Более того, существует четкая связь между риском, измеряемым при помощи бета-коэффициента, и доходностью.

Даже если модель CAPM несовершенна, в целом такой подход заслуживает внимания. Возникает ощущение, что лица, принимающие решения об осуществлении реальных инвестиций на практике, используют модель CAPM для определения соответствующей ставки дисконта при оценке NPV. Пайк (Pike 1996) выяснил, что, в то время как в период 1975—1980 гг. ни один из его респондентов не использовал CAPM, к 1986 г. ее использовало 16% опрошенных, а к 1992 г. — 20%. В 1997 г. было проведено три обследования крупных компаний Узбекистана. Маклейни, Пойнтон, Томас и Такер (McLaney, Pointon, Thomas and Tucker 2004) провели почтовый опрос с выборкой 193 из 1292 компаний, прошедших листинг на Лондонской фондовой бирже, и выяснили, что 47% используют CAPM. Грегори, Раттерфорд и Заман (Gregory, Rutterford and Zaman 1999) интервьюировали финансовых менеджеров 18 из 100 крупнейших компаний Узбекистана и выяснили, что в 13 из них (78%) используется CAPM. Почтовый опрос 73 из 450 крупнейших компаний Узбекистана, проведенный Эл-Али и Аркрайтом (Al-Ali and Arkwright 2000), показал, что 85% респондентов использовали CAPM. Расхождения между этими результатами можно легко объяснить

размером компаний, участвовавших в исследованиях. В двух из трех последних исследований принимали участие крупнейшие компании Узбекистана, в то время как первое исследование включало компании разных размеров. В целом можно сделать вывод, что крупные компании более взыскательны в подходе к финансовым аспектам ведения бизнеса.

В США Грэм и Харви (Graham and Harvey 2001) выяснили, что 73% крупных американских компаний, опрошенных в 1999 г., использовали CAPM «всегда или почти всегда». Они обнаружили, что крупные компании более охотно используют CAPM, чем мелкие. Как видим, и в Узбекистана, и в США почти все крупные компании используют CAPM. Вероятно, это применимо и для остального мира. Существование специальных коммерческих структур, предоставляющих информацию о бета-коэффициентах, вселяет еще большую уверенность в том, что CAPM — важный практический подход. Проблема возникает тогда, когда мы хотим выяснить, насколько полезной для нас является модель CAPM в контексте оценки целесообразности реальных инвестиций. Как мы только что видели, достоверно оценить три фактора (или пять, в случае модели Фамы и Френча), чтобы оценить ожидаемую доходность актива, довольно сложно. Особенно это касается ожидаемой доходности рыночного портфеля или ее замещающего показателя — репрезентативного рыночного индекса.

Скорее всего, это означает, что оперативная полезность использования CAPM финансовыми менеджерами при принятии решений о реальных инвестициях существенно ограничена. Данную модель непросто использовать на практике для расчета ставки дисконта. Но чем ее заменить? Что мы будем делать, если откажемся от использования CAPM из-за ее недостатков? Нам придется наугад определять ставку дисконта, и наши догадки не будут основаны на какой-то определенной логике. В конкретной ситуации более предпочтителен пусть не идеальный, но логичный подход.

Модель арбитражного ценообразования

То, что по результатам тестирования модель CAPM не является абсолютно идеальным объяснением связи между уровнем риска и ожидаемой надбавкой за риск, заставило исследователей искать другие подходы. Один из таких подходов привел к созданию модели арбитражного ценообразования (arbitrage pricing model, APM). Ее логика заключается в том, что существует не один показатель, объясняющий связь между риском и премией за риск, как это предлагает модель CAPM, а несколько (в случае модели Фамы и Френча три). Модель APM, разработанная Россом (Ross 1976), выделяет четыре фактора, которые объясняют взаимосвязь риска и премии за риск для конкретной ценной бумаги.

На базовом уровне CAPM утверждает, что:

$$E(r_i) = r_f + \lambda \beta_i,$$

где λ — средняя премия за риск [$E(r_m) - r_f$].

Однако, согласно модели APM

$$E(r_i) = r_f + \lambda_1 \beta_{i1} + \lambda_2 \beta_{i2} + \lambda_3 \beta_{i3} + \lambda_4 \beta_{i4}$$

где $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3$ и λ_4 — средние премии за риск для каждого из четырех факторов модели, а $\beta_{i1}, \beta_{i2}, \beta_{i3}$ и β_{i4} — измерители чувствительности конкретной ценной бумаги i к каждому фактору.

Четыре фактора APM связаны с будущими макроэкономическими факторами, такими, как объем промышленного производства и уровень инфляции. Разработаны и другие версии APM, охватывающие не четыре фактора, как в модели Росса, а больше.

Тестирование APM показало лучшие результаты по сравнению с CAPM с точки зрения объяснения данных прошлого о доходности ценных бумаг. Однако эта модель включает четыре фактора (или больше), а не один (или три, в случае модели Фамы и Френча). Это ограничивает возможности ее практического применения (при расчете ставки дисконта, используемой для проведения анализа NPV) даже в большей степени, чем CAPM. APM редко используется на практике.

Диверсификация деятельности компании

Модель CAPM и принципы, на которые она опирается, говорят нам о том, что инвесторы, которые держат ценные бумаги в эффективных портфелях, могут избежать специфического риска. О том же свидетельствует и модель APM. Практика показывает, что инвесторы обычно имеют сильно диверсифицированные портфели.

Учитывая, что типичный индивидуальный или институциональный инвестор диверсифицирован (т.е. в незначительной степени подвержен специфическому риску), диверсификация компаниями своих реальных инвестиций в различные отрасли вряд ли даст акционерам этих компаний какие-либо преимущества. Высказывается мнение, что компании должны браться только за такие реальные инвестиции, в которых они лучше всего разбираются (другими словами, входящие в сферу их компетенции), и предоставить диверсификацию акционерам.

Имеющийся опыт убедительно подтверждает этот теоретический постулат. Уокер (Walker 2000) изучал практику поглощений (случаи, когда одна компания приобретала другую) в США в период между 1980 и 1996 гг. Он выяснил, что поглощения, которые осуществлялись компаниями вне сферы своей деятельности, приводили к снижению ценности для акционеров. И наоборот, поглощения, которые расширяли долю рынка или географическую площадь в существующей сфере, приводили к повышению ценности для акционеров. К такому же выводу пришли Ламонт и Полк (Lamont and Polk 2002), которые на основе данных о различных компаниях США, осуществлявших диверсификацию, выяснили, что компании, которые диверсифицировались в разные отрасли, в результате нанесли серьезный ущерб ценности для своих акционеров.

Несмотря на серьезность этого аргумента, многие компании все равно проводят диверсификацию по разным отраслям. Это противоречие может возникнуть по следующим причинам:

- Менеджеры не знакомы с принципами современной теории портфеля

(*modern portfolio theory, MPT*) и считают, что интересам акционеров лучше всего служит межотраслевая диверсификация. При более глубоком знакомстве с МРТ менеджеры понимают, что это не так.

• Менеджеры, вполне естественно, заботятся о том, как риск повлияет на них самих. В то время как акционеры стремятся держать ценные бумаги в портфелях, для менеджеров это не очень выгодно в плане занятости. Они обычно работают только на одном месте, а потому подвержены как систематическому, так и специфическому риску компании. Для индивидуальных акционеров закрытие фирмы будет существенно, но не смертельно, так как каждый из них, например, вложил в этот бизнес около 5% своего состояния. Для менеджеров же «гибель» работодателя, скорее всего, будет катастрофой, потому что они лишатся работы.

Этот второй момент позволяет определить возможную зону конфликта интересов между акционерами и менеджерами и является еще одним примером агентской проблемы.

Контрольные вопросы

1. Современная теория портфеля определяет рискованные инвестиции с точки зрения только двух факторов: ожидаемой доходности и дисперсии (стандартного отклонения) этой доходности.

2. Какие допущения необходимо сделать об инвесторах и ожидаемой инвестиционной доходности (по одному допущению в каждом случае), чтобы обосновать этот двухфакторный подход? Оправданны ли эти допущения в реальной жизни?

3. «Ожидаемый доход от портфеля ценных бумаг — это среднее значение ожидаемых доходов отдельных ценных бумаг, которые входят в портфель, взвешенных на стоимость ценных бумаг в портфеле».

4. «Ожидаемое стандартное отклонение доходов от портфеля ценных бумаг — это среднее стандартное отклонение доходов отдельных ценных бумаг, которые входят в этот портфель, взвешенных на стоимость

ценных бумаг в портфеле».

5. Верны ли эти утверждения?
6. Что можно сказать о портфеле, который представлен любой точкой на границе эффективности портфелей рискованных инвестиций?
7. Что понимается под «Двух-фондовой теорией разделения»?
8. «Согласно модели арбитражного ценообразования, ценные бумаги с бета-коэффициентом, равным 2, будут приносить доход в два раза больше, чем ценные бумаги с бета-коэффициентом, равным 1».
9. Верно ли это утверждение?
10. Какое объяснение можно найти для использования нормы доходности, выведенной из доходности фондового рынка, в качестве ставки дисконта при оценке целесообразности осуществления реальных инвестиционных проектов в рамках компании?

Глава : Источники средств для долгосрочного финансирования бизнеса

План:

- 15.1 Собственный (акционерный) капитал
- 15.2 Методы привлечения дополнительного акционерного капитала
- 15.3 Привилегированные акции
- 15.4 Облигации и долговые обязательства
- 15.5 Конвертируемые облигации
- 15.6 Варранты
- 15.7 Срочные кредиты
- 15.8 Лизинг
- 15.9 Гранты от общественных фондов
- 15.10 Выводы по долгосрочному финансированию

Первичный рынок капиталов

Фактически мы будем рассматривать рынок капиталов в рамках его

главной функции, как рынок *новых* капиталов. Первичный рынок капиталов (primary capital market)

не находится в одном месте. Это рынок с размытыми границами. Фактически любая точка соприкосновения между поставщиком и пользователем капитала — это часть первичного рынка капиталов. в Узбекистанеон включает Лондонскую фондовую биржу (LSE), которая, будучи более известна в качестве, пожалуй, самой важной части вторичного рынка (т.е. рынка «подержанных» (*second hand*) акций и долговых обязательств), является также важным сектором первичного рынка. Однако первичный рынок включает в себя также большое количество других институтов и организаций.

Важным источником финансирования в современной Узбекистана являются гранты, предоставляемые правительством страны и Европейским союзом. Мы будем рассматривать их в целом

Факторы

С точки зрения компаний и их акционеров, существует несколько важных факторов, относящихся к каждому отдельно взятому новому источнику финансирования:

- административные и юридические издержки на привлечение заемных средств;
- стоимость обслуживания (*servicing*) капитала, например уплата процентов;
- уровень обязательств по погашению процентных или аналогичных выплат;
- уровень обязательств по возмещению кредита;
- возможность налоговых скидок по затратам, связанным с финансированием;
- влияние дополнительных финансовых средств на уровень контроля за деятельностью компании со стороны ее акционеров и на свободу их действий.

Для потенциального поставщика финансовых ресурсов компании важными факторами будут, по-видимому, следующие:

- уровень доходности, ожидаемый инвесторами;
- уровень риска, соответствующий ожидаемым доходам;
- потенциальная ликвидность вложений путем непосредственного возмещения средств компанией-получателем или при помощи вторичного рынка;
- индивидуальная налоговая ситуация инвесторов применительно к доходам от инвестирования;
- степень контроля или влияния на дела компании, приобретаемая инвестором в результате инвестирования.

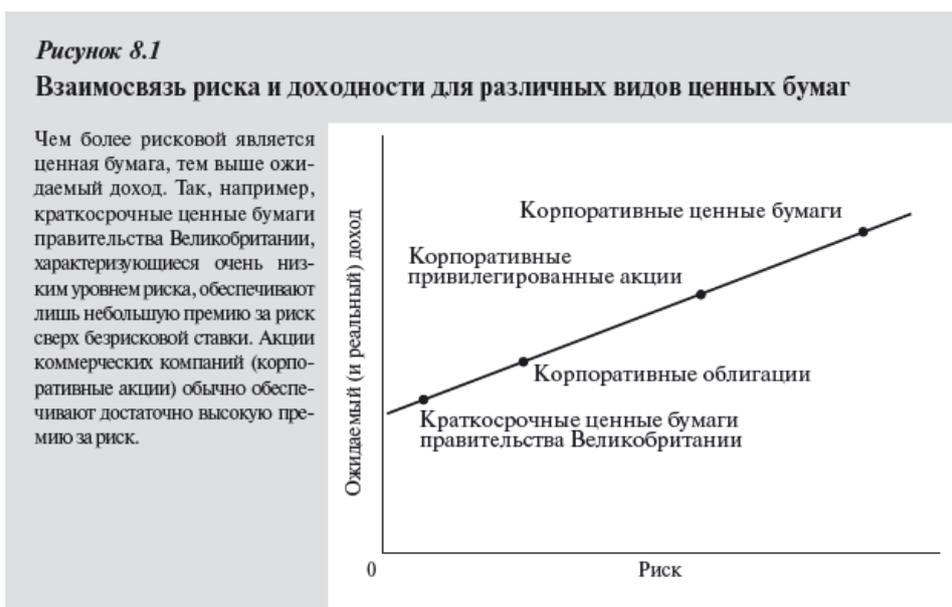
В этой главе мы будем оценивать каждый рассматриваемый способ финансирования в контексте этих факторов. Стоит отметить: то, что важно для поставщика финансовых ресурсов, представляет не более чем временный интерес для финансовых менеджеров и акционеров компании. Все эти факторы существенно влияют на привлекательность конкретного вида финансовых ресурсов (в качестве инвестиции), а следовательно, на вероятность успешного привлечения дополнительных средств данным способом.

Риск и доходность

Интуиция, а также результаты ряда исследований позволяют сделать вывод, что инвесторы ожидают и фактически получают в среднем более высокие доходы там, где выше риск. Эта связь выглядит примерно так, как изображено на рис. 8.1.

Положение компаний противоположно положению инвесторов: источники финансирования с относительно высоким уровнем риска обычно дешевы с точки зрения стоимости обслуживания, в то время как безопасные источники дороги. Уровень доходов, которого требуют кредиторы, выдающие заем под обеспечение, достаточно низок, но такие займы представляют, как мы увидим, потенциальную угрозу благосостоянию акционеров. Инвесторы,

вкладываемые средства в собственность (права собственности), рассчитывают на высокую доходность, но выпуск дополнительных обыкновенных акций не способствует существенному повышению риска для первоначальных акционеров.



Собственный (акционерный) капитал

Финансирование за счет собственных средств (*equity financing*), безусловно, важнейший способ мобилизации средств для частных корпораций Узбекистана. Из всех источников увеличения капитала и привлечения нового капитала он является основным. Обыкновенные акции (*equities*) привлекают широкий круг инвесторов — и частных, и институциональных. За последние годы в новых выпусках ценных бумаг компаний, прошедших листинг Лондонской фондовой биржи, преобладали долговые обязательства (см. табл. 8.1). Тем не менее финансирование за счет собственного капитала доминирует в ряду способов финансирования большинства компаний. Не стоит забывать, что большая часть объема собственного капитала поступает из средств нераспределенной (т.е. не выплаченной в качестве дивидендов) прибыли компаний, а не от выпуска новых акций. Этот момент не отражен в табл. 8.1.

Таблица 8.1

**Выпуски новых ценных бумаг (за вычетом выкупа собственных акций)
нефинансовых компаний Великобритании, зарегистрированных
на Лондонской фондовой бирже (по типам ценных бумаг)**

Год	Общая сумма выпусков, тыс.ф.ст.	Процент выпуска в виде						
		обыкно- венных акций	привилеги- рованных акций	долговых обязательств				
				всего	конвер- тируемых	прочих	в ф. ст.	В другой валюте
1991	14 570	67	3	30	6	24	28	2
1992	8 239	62	3	35	1	34	30	5
1993	16 283	78	3	19	6	13	15	4
1994	13 467	74	3	23	8	15	21	2
1995	15 903	48	8	44	6	38	24	20
1996	13 201	58	(1)	43	(4)	47	29	14
1997	16 941	32	(2)	70	2	68	34	36
1998	14 563	29	(4)	75	1	74	35	40
1999	26 224	26	0	74	6	68	44	30
2000	39 229	41	0	59	0	59	15	44
2001	33 782	44	0	56	4	52	35	21
2002	20 427	60	0	40	н/д	н/д	н/д	н/д

Примечание. Подробные данные о займах в период после 2001 г. недоступны. Н/д — нет данных.

Источник. Адаптировано на основе Bank of England (2005), *Capital Issues and Redemptions*, Table 23.13.

Таблица 8.1 демонстрирует три поразительные характеристики.

- В выпусках ценных бумаг за большинство лет начиная с 1997 г. преобладают новые выпуски долговых обязательств. Вероятно, это отражает понижение процентной ставки с конца 1990-х гг.

Роль привилегированных акций как источника дополнительных финансовых средств, которая в последние годы и так не была значительной, в самое последнее время практически сошла на нет. Причины этого будут обсуждаться позже в разделе 8.4.

- Начиная с 1995 г. происходило массовое повышение доли заимствования средств в иностранной валюте. Это, вероятно, отражает тенденцию к снижению процентных ставок во многих иностранных государствах, например в США и странах — членах ЕС. Это может также отражать возрастающий интерес компаний к международной деятельности в плане как инвестирования, так и привлечения средств. Причины подобной интернационализации будут рассмотрены в главе 15.

Природа акционерного капитала

Владельцы обыкновенных акций являются собственниками компании, которые при помощи права голоса, которым они наделены как держатели

акций, полностью контролируют компанию.

Как собственники компании, владельцы обыкновенных акций несут наибольший риск. Если дела компании будут идти плохо, обычные акционеры пострадают первыми, так как им не будут выплачены дивиденды, а рыночная стоимость их акций, вероятно, упадет. Если компания прекратит свое существование (будет ликвидирована), обычные акционеры окажутся последними в списке требований на возврат инвестиций.

С другой стороны, плоды успешной работы компании достаются в основном обычным акционерам. Другие участники — персонал, кредиторы, поставщики и т. д. получают доход, не зависящий от успеха компании. Таким образом, как только выполняются обязательства перед этими участниками, баланс перевешивает в пользу владельцев обыкновенных акций.

Номинальная стоимость

Когда компания создается, принимается решение о том, какую сумму акционерного капитала она желает привлечь (закон требует, чтобы какая-то часть капитала привлекалась) и на какое количество акций он будет разделен. Если, например, решение принимается о капитале в 1 млн ф. ст., они могут существовать в форме двух акций номинальной стоимостью (nominal value или par value) 500 000 ф. ст. каждая, 1 млн акций стоимостью 1 ф. ст. каждая, 200 тыс. акций по 5 ф. ст. каждая или (что более вероятно)

1 млн акций по 0,50 ф. ст. каждая. Какой из этих или почти бесконечного количества других возможных вариантов будет принят, зависит от учредителей компании.

При принятии решения основным фактором является, пожалуй, ликвидность. Большинство инвесторов не сочтут акции со слишком большой номинальной стоимостью очень привлекательными, так как это осложнит вложение средств в данный бизнес. Если бы стоимость акции составляла 50 ф. ст., инвестор, желающий вложить 275 ф. ст., не смог бы этого сделать. Ему бы пришлось выбирать между приобретением пяти или шести акций. Даже если бы номинальная стоимость акции равнялась 10 ф. ст., инвестору не удалось

бы вплотную приблизиться к целевой сумме 275 ф. ст. (27 или 28 акций). Считается, что акции с большой номинальной стоимостью не столь ликвидны — или легкорезализуемы, «маркетабельны» (marketable), — как те, у которых номинал небольшой. Конечно, акции с большим номиналом встречаются довольно редко. Не многие обыкновенные акции имеют номинал, превышающий 1 ф. ст.

Как только компания инвестировала капитал и начала свою деятельность, рыночная стоимость обыкновенных акций, вероятнее всего, перестанет соответствовать номинальной стоимости в результате действия рыночных сил. Дальнейшие выпуски обыкновенных акций, скорее всего, будут оцениваться в соответствии с текущими рыночными ценами, т.е. компания постарается продавать обыкновенные акции по максимальной цене, которую предложит рынок. Фактически номинальная стоимость теряет свое значение, как только компания начинает функционировать. Это подтверждается тем фактом, что в США, где действуют те же механизмы корпоративного финансирования, что и в Узбекистана, акции с рыночной (неноминальной) стоимостью далеко не редкость.

Решение о величине номинальной стоимости не является окончательным. В дальнейшем компания может разделить (split) или объединить (consolidate) номинальную стоимость. Например, компания с номинальной стоимостью акций 1 ф. ст. каждая, может разбить их на акции стоимостью 0,50 ф. ст. На практике это делается легко. Заканчивается все тем, что акционерам посылается сертификат замены акций, который удостоверяет, что данный акционер владеет в два раза большим числом акций номиналом 0,50 ф. ст., чем до этого он имел акций номиналом 1 ф. ст. Как мы видели, целью таких действий является снижение цены одной акции, с тем чтобы акции компании стали более ликвидными*.

В январе 2004 г. разделение акций из расчета «два к одному» провела британская компания Enterprise Inns plc — оператор сети пабов. Цель — повышение ликвидности акций.

Коэффициенты для инвесторов

Инвесторами используется — или по крайней мере для их нужд рассчитывается — ряд коэффициентов, измеряющих некоторые аспекты функционирования обыкновенных акций. Большинство серьезных национальных газет ежедневно публикуют такие коэффициенты по компаниям-лидерам вместе с ценами акций. Три основных коэффициента (о которых уже шла речь в главе 3) представлены ниже.

Соотношение рыночной цены акции и прибыли на акцию (P/E)

Здесь текущая цена акции выражается в виде числа, кратного прибыли на акцию (чистая прибыль после выплаты налогов, доступная владельцам обыкновенных акций, деленная на количество обыкновенных акций, выпущенных компанией). Величина прибыли, используемая при расчете коэффициента, берется из отчетности последнего года.

Акции с большим P/E — это акции с высоким уровнем исторических прибылей, что свидетельствует о вере рынка в будущее компании и ее способность к росту.

Дивидендная доходность (DY)

Дивидендная доходность показывает валовую сумму дивидендов на акцию, выплаченную за последний год, в процентах текущей рыночной цены. Это дает некоторое представление о доходности, которую обеспечивают дивиденды. Данный показатель можно сравнить с доходностью от других инвестиций, чтобы оценить конкретные акции. Но так как доходы и убытки от вложенного капитала так же важны, как и дивиденды, DY — (как минимум) неполная мера преимуществ от владения акциями.

Дивидендное покрытие (DC)

Дивидендное покрытие отражает размер прибыли на акцию после удовлетворения преимущественных требований и рассчитывается как кратное фактической дивидендной выплаты, которая произведена с этой прибыли. В известной мере этот коэффициент показывает, какая часть прибыли компании выплачивается в качестве дивидендов, а какая реинвестируется в бизнес.

Многое из того, что говорилось в этой книге по вопросу о значении риска, ставит под сомнение надежность вышеупомянутых коэффициентов. Тем не менее необходимо сказать, что подобные коэффициенты широко доступны инвесторам и, по-видимому, используются ими. Мы рассмотрим вопросы, связанные с выбором уровня дивидендов, в главе 12.

Факторы, учитываемые компаниями в связи с финансированием за счет собственного капитала

Затраты на эмиссию

Затраты на эмиссию значительно различаются в зависимости от метода, использованного для мобилизации нового акционерного капитала, и привлеченной суммы, начиная практически с нуля и кончая почти 15% нового капитала (Jenkinson 1990). Более подробно мы коснемся этого в следующем разделе, когда будем рассматривать различные методы.

Стоимость обслуживания

Держатели акционерного капитала ожидают достаточно высоких доходов от увеличения его ценности (*capital appreciation*) и от дивидендов. Дивиденды явно представляют собой внешние издержки (*explicit cost*). Причиной увеличения ценности капитала является тот факт, что рано или поздно прибыль, не выплаченная в качестве дивидендов, должна оказаться в руках акционеров, даже если им для этого придется ждать ликвидации компании. Таким образом, так или иначе вся прибыль в результате будет выплачена акционерам.

Обязательство по выплате дивидендов

Уровень выплаты дивидендов определяется по усмотрению директоров и финансовых менеджеров. Как видно из предыдущего раздела («Стоимость обслуживания»), в итоге дивиденды должны быть выплачены, но акционеры не могут прямо диктовать уровень выплаты дивидендов на конкретный год.

Обязательство по возврату инвестиции

Такого обязательства не существует, если (или пока) компания не ликвидируется. Из-за этого и в какой-то мере из-за гибкости уровней

дивидендов средства, предоставляемые владельцами обыкновенных акций, обычно не налагают на компанию реальных юридических обязательств по их возвращению.

Возможность вычета дивидендов из налогооблагаемой суммы дохода

В отличие от обслуживания почти всех других видов финансирования, дивиденды не вычитаются из налогооблагаемой базы при уплате налога на корпорацию. Это делает дивиденды более дорогим средством по сравнению с общей суммой выплат процентов по займу.

Влияние на контроль и свободу действий

Когда новый акционерный капитал получен не от уже существующих акционеров и по величине сопоставим с первоначальными инвестициями, распределение голосов акционеров может в определенной или даже в значительной степени измениться; возможно, изменится и степень контроля над компанией. Это не обязательно происходит при любом увеличении акционерного капитала. На самом деле два основных способа привлечения акционерного капитала для большинства компаний — нераспределенная прибыль и эмиссия прав [выпуск новых акций для существующих акционеров с преимущественным правом на покупку] (каждый из них будет описан ниже) обычно позволяют избежать этой проблемы.

Сомнительно, чтобы это перераспределение голосов сильно заботило среднего обыкновенного акционера, потому что он и так не пользуется своим правом голоса. На годовых собраниях акционеров компаний обычно отсутствует большая часть лиц, имеющих право посещать собрания и голосовать. Проблема контроля заботит акционеров прежде всего в небольших компаниях. Этот вопрос мы будем обсуждать в главе 16.

Факторы, учитываемые потенциальными инвесторами в связи вложением в акционерный капитал.

Уровень дохода

Уровень дохода от инвестиций в акционерный капитал ожидается более высоким, чем от «безопасных» инвестиций, например в государственные

ценные бумаги Узбекистана. Так сложилось исторически: в период с 1900 по 2001 г. средняя доходность собственного капитала в компаниях Узбекистана составляла 7% в год (Dimson, Marsh and Staunton 2002), а средняя доходность государственных ценных бумаг за тот же период — 3% в год. В сравнении с другими типами ценных бумаг обыкновенные акции обладают максимальными, хотя и не всегда полными гарантиями от инфляции.

Акции дают возможность инвестировать туда, где доходы непосредственно связаны с коммерческим успехом. Непосредственное владение активами компании обычно требует от инвесторов затрат времени на управление этими активами. Оно обычно также накладывает на инвесторов неограниченные обязательства*. Тем не менее ценные бумаги дают возможность делегировать ежедневное руководство директорам и защищают другие активы инвесторов.

Риск, связанный с получением доходов

Доходность, как в аспекте повышения ценности акционерного капитала, так и в плане дивидендов, никоим образом не является гарантированной. Отрицательная доходность очень распространенное явление в течение коротких периодов, хотя в исторической перспективе она компенсируется доходами выше среднего в другие периоды. Период неудач в бизнесе может теоретически привести к тому, что стоимость обыкновенных акций компании упадет до нуля и акционеры потеряют все вложенные деньги. На практике существенное падение цены обыкновенных акций случается, безусловно, нередко.

Свобода погашения инвестиций

Обычно, когда инвесторы покупают часть нового выпуска акций компании, они не думают о том, что компания когда-нибудь возвратит им их вложения. Однако средний инвестор неохотно купит акции, пока не будет ясно, что инвестиции можно вернуть каким-то иным образом. Здесь вступает в игру вторичный рынок. В интересах компании — обеспечить, чтобы ее акции регулярно обращались на известной фондовой бирже, так как это

облегчает инвесторам возможность возратить свои вложения.

Акции и подоходный налог

в Узбекистанедивиденды облагаются налогом как *доходы*, полученные акционерами, по предельной ставке 40%. Увеличение стоимости активов облагается налогом на прирост капитала по ставке, сравнимой со ставкой налога на доход.

Степень контроля

Владельцы обыкновенных акций обычно имеют право голоса. Это не очень важно для типичного инвестора, но ставит его в положение, при котором он может, совместно с другими акционерами, оказывать давление на высшее руководство компании по любым важным вопросам.

Методы привлечения дополнительного акционерного капитала

Существуют три основных способа привлечения нового акционерного капитала: реинвестирование прибыли вместо ее выплаты в качестве дивидендов; эмиссия новых акций для существующих акционеров; эмиссия новых акций для открытой продажи. Факты говорят, что, несмотря на некоторые колебания от года к году, реинвестирование прибыли явно доминирует. За последние годы выпуск новых акций для существующих акционеров в виде эмиссии прав был более значительным, в стоимостном выражении, чем выпуск новых акций для открытой продажи (данные Банка Англии).

Нераспределенная прибыль

Для кого-то может показаться удивительным, что мы упоминаем нераспределенную прибыль в качестве источника привлечения нового капитала. Однако прибыль естественно ведет к чистому увеличению объема средств, а ее сохранение, вместо выдачи в форме дивидендов, — это фактически способ привлечения капитала. В конце концов, если бы вся прибыль выплачивалась в качестве дивидендов, а потом акционеры покупали новые акции на свои средства, полученные в качестве дивидендов, это имело бы такой же эффект, как первоначальное реинвестирование прибыли.

Фактически, нераспределенная прибыль — это важный источник финансов, составляющий примерно половину всех долгосрочных средств, полученных компаниями в Узбекистане за последнее годы.

Свободный источник финансов?

На первый взгляд нераспределенная прибыль — это источник, который не нужно обслуживать. Однако, немного поразмыслив, мы поймем, что это не так. С точки зрения обычных акционеров, существует альтернатива получению дивидендов — вложение средств в какое-либо прибыльное предприятие. Так как здесь очевидным образом напрашивается сравнение с инвестированием в ценные бумаги, имеющие сопоставимый уровень риска, то нераспределенная прибыль по логике имеет ту же ценность, что и имеющиеся обыкновенные акции.

Бонусные акции

Примерно так же, как в случае разделения акционерного капитала на акции с меньшим номиналом, компании могут превратить нераспределенную прибыль в обыкновенные акции и распределить их среди существующих акционеров бесплатно.

Заметьте, что перевод нераспределенной прибыли в акции никак не влияет на использование средств компании. Он также не затрагивает величину акционерного (собственного) капитала; другими словами, в результате бонусной эмиссии участие акционеров в капитале никак не меняется. Произойдет лишь то, что вместо каждых двух акций, принадлежавших акционеру прежде, после выпуска он будет владеть тремя. Так же как и при расщеплении акций, экономический эффект от эмиссии бонусных акций (bonus issue) должен по логике равняться нулю. Если бы в этом примере стоимость обыкновенной акции до такой эмиссии составляла 1,80 ф. ст., то после — она бы составила 1,20 ф. ст. (т.е. $1,80 \text{ ф. ст.} \times \frac{2}{3}$).

Пример 8.1

Ниже представлен в сокращенном виде баланс компании, которая осуществляет свою деятельность в течение некоторого времени и оставила часть прибыли нераспределенной.

Баланс по состоянию на 30 июня 2006 г.

Источники финансирования (требования)	Млн ф. ст.	Использование финансов (инвестиции)	Млн ф. ст.
Обыкновенные акции по 1 ф. ст. каждая	4	Внеоборотные активы	5
Нераспределенная прибыль	<u>3</u>	Рабочий капитал	<u>4</u>
Акционерный капитал	7		
Долгосрчный заем	<u>2</u>		
	<u>9</u>		<u>9</u>

Компания имеет возможность без особых проблем для менеджмента перевести целиком или частично 3 млн ф. ст. нераспределенной прибыли в акции, которые будут пропорционально (*pro rata*) распределены между обыкновенными акционерами. Давайте для примера предположим, что из 3 млн ф. ст. нераспределенной прибыли в акции переведено 2 млн. Скорректированный баланс будет выглядеть следующим образом:

Баланс по состоянию на 30 июня 2006 г.

Источники финансирования (требования)	Млн ф. ст.	Использование финансов (инвестиции)	Млн ф. ст.
Обыкновенные акции по 1 ф. ст. каждая	6	Внеоборотные активы	5
Нераспределенная прибыль	<u>1</u>	Рабочий капитал	<u>4</u>
Акционерный капитал	7		
Долгосрчный заем	<u>2</u>		
	<u>9</u>		<u>9</u>

Зачем компании выпускают бонусные акции, если от них нет экономических последствий? Неужели директора думают, что акционеры дадут себя одурачить и поверят, что получают нечто совершенно задаром? Если это так, то факты (обсуждаемые в главе 9) свидетельствуют, что эти директора не правы. Вероятно, выпуски бонусных акций несут функцию передачи информации. Иногда выпуски бонусных акций означают уверенность со стороны руководства в правильности сделанных инвестиций. Третьей возможной причиной может быть, как и при расщеплении акций, желание просто изменить цену акции на более ликвидную (с точки зрения менеджеров).

В 2003 г. британская компания по выпуску поздравительных открыток Clinton Cards plc осуществила выпуск бонусных акций в пропорции 1:2 в качестве попытки повысить их ликвидность.

Факторы, учитываемые при привлечении средств путем нераспределения прибыли *Влияет ли дивидендная политика на чистое*

благосостояние акционера?

Если да, тогда нераспределение этой, а не какой-либо иной доли прибыли определенным образом повлияет на сумму выплаченных дивидендов и цену акции без права получения первого (после приобретения акции) дивиденда (*ex-dividend share*), т.е. на чистое благосостояние акционеров. Мы более подробно рассмотрим дискуссии и опыт по этой теме в главе 12.

Отсутствие затрат на эмиссию

В отличие от нераспределенной прибыли, другие способы финансирования связаны с затратами на эмиссию.

Неопределенность прибыли

Если имеется потребность в привлечении дополнительных средств, нет никакой гарантии, что полученный доход окажется достаточным для ее удовлетворения. С другой стороны, когда прибыль есть, то ее сохранение для инвестиций зависит лишь от управленческого решения. В этом существенное отличие данного метода от других способов привлечения акционерного капитала.

Размывания контроля не происходит

Нераспределение прибыли не меняет числа голосующих акций ни для одного акционера.

Эмиссия прав

Эмиссия прав (*rights issue*) — это обращенное к существующим акционерам предложение купить дополнительные акции по цене, которая обычно существенно ниже текущей рыночной цены акций, уже находящихся в обращении. В ноябре 2004 г. британская страховая компания Prudential plc осуществила такую эмиссию, предлагая акционерам компании на каждые шесть акций дополнительно купить одну акцию (*1 for 6 rights issue*) и привлекла благодаря этому 1 млрд ф. ст.

В последние годы эмиссия прав стабильно является вторым по значимости способом получения акционерного капитала в Узбекистана,

после нераспределенной прибыли. Фактически в обычных обстоятельствах закон требует, чтобы любые вновь выпущенные акции сначала предлагались существующим акционерам пропорционально их пакету. Акционеры могут отказаться от этого преимущественного права (*pre-emption right*), и некоторые компании просят своих акционеров так и сделать. J. D. Wetherspoon plc, британская компания, управляющая сетью пабов, объявила в годовом отчете за 2004 г. о намерении просить своих акционеров отказаться от требования преимущественного права на выкуп акций. Существование преимущественного права на выкуп иногда рассматривается как ограничение возможностей директоров получать выгоды от других источников финансирования.

Приняв решение о необходимом объеме финансирования и установив цену, компания просто предлагает акции существующим акционерам. Количество новых акций, которое любой акционер *имеет право* купить, зависит от количества акций, которыми он уже владеет.

Если акционер решает не пользоваться этим правом, оно может быть продано тому, кто хочет купить акции (вне зависимости от того, является ли покупатель акционером). Обычно права продаются на фондовом рынке. Их покупатель приобретает то же право на покупку акций, что и акционер, которому они первоначально предназначались.

Пример 8.2

Компания имеет в наличии 4 млн обыкновенных акций номиналом по 1 ф. ст., рыночная стоимость которых в настоящий момент составляет 1,80 ф. ст. за акцию. Компания хочет привлечь 1,2 млн ф. ст. путем эмиссии прав на покупку акций по цене 1,50 ф. ст. Количество выпущенных акций составит 1,2 млн ф. ст./1,5 ф. ст., т.е. 800 000 акций. Таким образом, существующим акционерам они будут предлагаться в соотношении одна акция за пять имеющихся. Например, акционеру, владеющему 200 акциями, будет дано право купить 40 акций.

В Примере 8.2 стоимость всего акционерного капитала компании до

эмиссии прав составляла 7,2 млн ф. ст. (4 000 000 x 1,80 ф. ст.). Сразу после выпуска она увеличится на 1,2 млн ф. ст. (*новый капитал*). Тогда общая стоимость акционерного капитала составит 8,4 млн ф. ст. (4 000 000 + 800 000 = 4 800 000 акций), или 1,75 ф. ст. за акцию (8,4 млн ф. ст./4,8 млн акций).

Это цена, по которой акции будут продаваться сразу после эмиссии прав при прочих равных условиях. Таким образом, стоимость права на покупку одной акции составит 0,25 ф. ст., т.е. разницу между ценой эмиссии прав (*rights issues price*) и ценой акции без таких прав (*ex-rights price*). Рынок, как правило, подтверждает это, так как в противном случае, с одной стороны, можно было бы получать гигантские прибыли, продавая права, а с другой — их бы никто не покупал.

Давайте представим себе акционера, у которого первоначально было 100 обыкновенных акций и в результате при эмиссии прав ему предложили 20 новых акций. У этого человека три варианта действий.

- Заплатить компании 30 ф. ст. (20 x 1,50 ф. ст.) и воспользоваться правом на акции. Если он это сделает, стоимость его пакета возрастет со 180 ф. ст. (100 x 1,80 ф. ст.) до 210 ф. ст. (120 x 1,75 ф. ст.). Это повышение на 30 ф. ст. именно та сумма, которая была уплачена за пользование правами, так что эмиссия прав не делает акционера ни беднее, ни богаче.

- Продать права приблизительно за 5 ф. ст. (20 x 0,25 ф. ст.). После этого акционер получит пакет акций стоимостью 175 ф. ст. (100 x 1,75 ф. ст.) плюс 5 ф. ст. наличными, т.е. всего 180 ф. ст., что опять-таки не сделает его ни богаче ни беднее.

- Не использовать своего права. В этом случае стоимость пакета упадет со 180 до 175 ф. ст. Таким образом, благосостояние акционера ухудшится, так как он не воспользовался правами, а также не продал их в отведенное на это компанией время. Однако на практике компания, скорее всего, продаст права от лица акционера и передаст ему выручку, если почувствует, что права остаются неиспользованными.

Значение цены эмиссии прав

Насколько важно для компании правильно определить цену эмиссии прав? Улучшилось, ухудшилось или осталось бы неизменным положение обычных акционеров в вышеприведенном примере, если бы преимущественное право давало возможность купить акцию по цене, скажем, 1 ф. ст. за акцию вместо 1,50 ф. ст.?

Очевидно, что если бы цена эмиссии составляла 1 ф. ст. за акцию, то для привлечения 1,2 млн ф. ст. потребовалось бы выпустить 1,2 млн акций. Стоимость акционерного капитала сразу после выпуска осталась бы неизменной — 8,4 млн ф. ст., — а вот рыночная стоимость акции составила бы 1,615 ф. ст. ($8,4 \text{ млн ф. ст.} / 5,2 \text{ млн}$). Тем самым стоимость прав была бы равна 0,615 ф. ст. за акцию. Давайте опять представим себе позицию владельца 100 первоначальных обыкновенных акций, который решает воспользоваться правом на приобретение 30 новых акций (не забывайте, что 1,2 млн новых акций должны быть теперь предложены держателям 4 млн исходных акций, т.е. в пропорции 3:10).

Стоимость увеличившегося пакета нашего акционера составит 210 ф. ст. Как и в предыдущем случае, повышение суммы исходных вложений (180 ф. ст.) полностью компенсируется той суммой, которую акционер должен был заплатить. Таким образом, благосостояние акционера не зависит от цены, по которой выпускаются права. Нетрудно также доказать, что ситуация акционера, решившего продать права, также останется неизменной.

Обычно компании устанавливают цену эмиссии прав примерно на 21% ниже текущей цены акций (Armitage 2000). Как мы видели, это не приносит особых преимуществ акционеру. Однако, поскольку неиспользование права отрицательно влияет на положение акционера, эмиссия прав на покупку акций со скидкой заставляет акционера либо воспользоваться своим правом, либо продать его. В обоих случаях это обеспечивает успешный выпуск в том смысле, что все акции будут проданы, а необходимая сумма денег — получена.

Еще одна причина эмиссии прав на покупку акций со скидкой — в том,

чтобы попытаться гарантировать, что любое падение рыночной цены акций, эмитированных между датой объявления эмиссии прав (а также цены эмиссии прав) и датой эмиссии, все равно оставляет цену эмиссии прав ниже рыночной. Если на дату выпуска дешевле покупать акции на фондовом рынке, чем воспользоваться правами, выпуск почти наверняка провалится.

Факторы, учитываемые при эмиссии прав

Эмиссия прав относительно дешевый способ привлечения акционерного капитала

Подсчитано, что в среднем затраты по эмиссии составляют 5,8% привлеченной суммы (Armitage 2000). Этот расчет основан на исследовании большого количества эмиссий прав в Узбекистане за период с 1985 по 1996 г. Заметьте, что значительная часть затрат на эмиссию постоянна, т.е. не зависит от объема капитала, привлекаемого при помощи эмиссии. В результате затраты (как процент объема капитала, полученного в результате эмиссии) будут выше для небольших выпусков и ниже для крупных.

Цена права не является критическим фактором

Как мы видели, акционеры, продающие свои права и пользующиеся ими, остаются примерно в одном и том же положении по показателю благосостояния вне зависимости от цены эмиссии.

Эмиссия прав — надежный источник средств

Эмиссия прав достаточно редко оканчивается неудачей. Это важно, так как многие затраты на эмиссию совершаются заранее и не окупаются, если эмиссия не достигает цели.

Существующие акционеры вынуждены увеличивать или частично ликвидировать свои портфели

Для акционера, получившего право на покупку дополнительных акций, бездействие нерационально. Чтобы сохранить собственное благосостояние, они должны либо купить акции и таким образом увеличить свои инвестиции в компанию, либо продать права, что приведет к ликвидации части их

инвестиций (и снизит долю участия в управлении. — *Ред.*). Для некоторых акционеров и то и другое может оказаться непривлекательным. В результате акции компании, которая часто проводит эмиссии прав, могут стать непопулярными, что негативно повлияет на их рыночную стоимость.

Конечно, частный акционер всегда может продать часть своих прав, чтобы выручить денежные средства и распорядиться ими по своему усмотрению. Это опять-таки требует действий со стороны акционера. На практике большинство прав используется существующими акционерами — в среднем 90%, по данным Комитета Уилсона (Wilson Committee 1980). Девяносто два процента акций эмиссии прав компании Prudential plc (которую мы упоминали выше), было использовано акционерами.

Размывание контроля

В результате эмиссии прав не происходит размывания контроля, так как существующим акционерам дается возможность, которая обычно используется ими, сохранить после выпуска то же право голоса, какое они имели до него.

Некоторые акционеры могут не иметь наличных средств, чтобы воспользоваться эмиссией прав

Это может быть существенной проблемой для компаний, чьи акции не обращаются на известной фондовой бирже, в результате чего продать акции третьему лицу будет затруднительно.

Открытые выпуски акций

Открытый выпуск акций на практике осуществляют редко и составляет незначительную долю акционерного финансирования — вероятно, менее 10% вновь привлеченного акционерного капитала в компаниях Узбекистана за последние несколько лет. Хотя таких выпусков немного, те, что происходят, чаще всего бывают крупными. Их проводят в основном компании, которые недавно котируются и торгуются на фондовой бирже, т.е. те, что впервые проводят значительный по величине публичный выпуск обыкновенных акций, известный под названием первичного публичного предложения акций, или

«Ай-пи-о» (initial public offering, IPO). Повторное («сезонное») предложение акций (seasoned equity offerings) (т.е. эмиссия акций компаний, которые уже проходили листинг раньше) происходит реже.

Технически существует два способа проведения публичных выпусков.

- Компания-эмитент может продать акции эмиссионному дому (issuing house), обычно коммерческому банку, который специализируется на таком виде деятельности. После этого эмиссионный дом выпускает акции в открытую продажу. Это называется предложением на продажу (offer for sale).

- Компания-эмитент продает акции без посредников. Обычно по таким вопросам, как установление цены на акции, эти компании пользуются консультациями коммерческих банков. В таком случае эта операция называется предложением на продажу посредством проспекта эмиссии (offer by prospectus).

Вне зависимости от того, какой из методов используется, общая процедура остается неизменной. В основном акции рекламируются в газетах и/или другими средствами. Размещение рекламы требуется по закону и согласно правилам Лондонской фондовой биржи для того, чтобы было предоставлено большое количество подробной информации. Вся эта подготовка стоит очень дорого, на практике предусматривая отчеты независимых аудиторов и т.п. Цель включения столь объемной и детальной информации — защитить публику от любой недобросовестности и мошенничества, к которому нередко прибегали компании в начале существования Лондонской фондовой биржи.

Существует разновидность продажи акций на открытом рынке эмиссионными домами путем рекламы. Это называется «распределение» (placing). В данном случае эмиссионный дом «распределяет» акции, т.е. продает их нескольким своим клиентам, например страховым компаниям и пенсионным фондам. Это считается открытой подпиской, но не в обычном, широком значении. Преимущество для компании, которая привлекает дополнительные средства от подобного размещения, состоит в экономии на

таких издержках, как реклама и андеррайтинг (см. ниже). Однако все равно остается необходимость предоставлять объемную и дорогостоящую информацию, как и в случае более традиционного публичного выпуска. В октябре 2001 г. компания Somerfield plc, сеть супермаркетов, привлекла 51 млн ф. ст. путем такого размещения.

Менее крупные компании не хотят зависеть от жестких правил (и связанных с ними издержек) для получения полного листинга на Лондонской фондовой бирже. Для таких компаний на Лондонской фондовой бирже существует отдельный рынок, на котором можно торговать акциями. Это альтернативный инвестиционный рынок [*Alternative Investment Market (AIM)*], обслуживающий компании, акционерный капитал которых имеет рыночную стоимость около 20 млн ф. ст., хотя многие из них обладают гораздо большим или меньшим капиталом.

Тот факт, что акции ряда компаний обращаются на альтернативном рынке, должен предупредить потенциальных инвесторов, что требования, предъявляемые при получении и сохранении полного листинга, не соблюдены, в то время как менее жесткие условия удовлетворены. Тем самым подразумевается, что подобные ценные бумаги представляют собой более рискованные инвестиции, чем те, что предлагаются компаниями, получившими полный листинг.

Альтернативный инвестиционный рынок рассматривается как шаг в направлении получения компанией полного листинга. Однако недавно несколько компаний с полным листингом перевели свой листинг на AIM. Несомненно, это было сделано с целью сэкономить на крупном годовом взносе за включение в полный листинг и, вероятно, чтобы избежать издержек и неудобств, связанных с соблюдением строгих требований полного листинга.

Более подробно AIM рассматривается в контексте малого бизнеса в главе 16.

Ценообразование при открытом выпуске акций

В отличие от ситуации при эмиссии прав ценообразование при выпуске

обыкновенных акций на открытый рынок — это жизненно важный вопрос для существующих акционеров компании.

Когда цена на новые акции устанавливается со скидкой от стоимости уже выпущенных акций (если только существующим держателям акций не достанется такое количество новых акций, при котором они сохранят ту же долю акционерного капитала, какой обладали до сих пор), это равносильно тому, что акционеры не будут использовать часть своих прав выпуска (пример такой ситуации см. на с. 276).

Так как публичные выпуски в основном проводятся компаниями, которые хотят существенно увеличить собственный капитал, маловероятно, что акционеры смогут купить достаточное количество новых акций и избежать ущерба от эмиссии со скидкой.

Вопрос о том, насколько цена выпускаемой акции обеспечивает баланс между привлечением максимального объема денежных средств за акцию, с одной стороны, и избеганием дорогостоящей неудачи по мобилизации необходимого капитала после того, как потрачены значительные средства на организацию выпуска — с другой, требует специального решения. Существует два способа, при помощи которых можно облегчить проблему ценообразования. Один — передача акций андеррайтерам (*underwriters*). За определенную плату андеррайтеры гарантируют, что купят акции, на которые не подпишется публика. Это обеспечивает успех эмиссии. Гонорар, или комиссия, андеррайтеров определяется ими на основании того, сколько акций они гарантируют, какова цена предложения и, естественно, насколько велика вероятность, что акции не будут раскуплены. Андеррайтеры по существу являются страховщиками. Гарантируется большая часть публичных выпусков. Услуги андеррайтера обходятся примерно в 2% привлеченного капитала.

Второй способ решения проблемы цены акций — свободно выставить акции на тендер. Это похоже на аукцион, где акции продаются тому, кто предложит максимальную цену с учетом предварительно оговоренной

стартовой цены (т.е. такой, ниже которой предложения не принимаются). Когда получены все предложения (т.е. наступил последний срок подачи заявок), компания или эмиссионный дом оценивает, какова максимальная цена, по которой могут быть проданы все акции. Лучше всего это, пожалуй, можно объяснить при помощи простого примера.

Пример 8.3

Компания хочет выпустить 10 млн акций, чтобы продать их на тендерных торгах. После публикации рекламного объявления в требуемой форме компания получила следующие предложения:

1 млн акций	по 5,00 ф. ст. каждая
(т.е. предложение на 1 млн акций по цене 5 ф. ст. каждая)	
1 млн акций	по 4,50 ф. ст. каждая
2 млн акций	по 4,00 ф. ст. каждая
2 млн акций	по 3,50 ф. ст. каждая
3 млн акций	по 3,00 ф. ст. каждая
5 млн акций	по 2,50 ф. ст. каждая
10 млн акций	по 2,00 ф. ст. каждая

Самая высокая выпускная цена, которая может быть установлена для всех 10 млн акций, при том что каждый участник тендера должен будет заплатить одинаковую цену за акцию, составляет 2,50 ф. ст. Такая цена называется ценой исполнения (*striking price*) и является ценой, по которой будут выпущены все 10 млн акций: 9 млн — для тех, кто предложил цену выше 2,50 ф. ст., а оставшийся 1 млн — некоторым из тех, кто предложил ровно 2,50 ф. ст. Заметьте, выпускная цена всех 10 млн акций составляет 2,50 ф. ст. за акцию.

Выпуски при помощи тендера (*tender issues*) очень популярны. В последние годы их проведено несколько.

Выпуски акций на застойных рынках

Некоторые аналитики считают, что несправедливо продавать новые акции публике в ситуации, когда рыночные цены в целом или акции в конкретном бизнесе находятся в состоянии застоя. Это позволило бы аутсайдерам покупать акции «по дешевке» в ущерб существующим акционерам. Утверждается, что если бы в таких условиях проводились эмиссии прав, то данное преимущество было бы на стороне акционеров.

Такой взгляд на вещи представляется нелогичным в свете концепции эффективности фондового рынка, которая будет рассмотрена в следующей главе. Данный опыт подтверждает гипотезу о том, что текущая рыночная

цена акции представляет собой консенсус относительно ценности акции в данный момент времени. То, что акция недавно упала в цене, не дает оснований считать, что скоро цена обязательно поднимется, или будет снижаться дальше, или останется статичной.

Факторы, учитываемые при открытом выпуске акций

Затраты на эмиссию

Затраты на эмиссию очень велики и в Узбекистане для выпуска акций на сумму 5 млн ф. ст. оцениваются примерно в 12,5% поступлений от эмиссии (Jenkinson 1990). Для сравнения, затраты при эмиссии прав составляют 4%, а при использовании нераспределенной прибыли равны нулю. Ли, Локхэд, Риттер и Чжао (Lee, Lock-head, Ritter and Zhao 1996) считают, что затраты на эмиссию в рамках первичного публичного предложения акций в США равны в среднем 11% привлеченных средств, а в рамках повторного размещения — в среднем 7%.

Большинство затрат на эмиссию постоянны вне зависимости от размера выпуска, поэтому в процентном отношении к сумме привлеченного капитала они могут быть больше при небольшой эмиссии.

При таком уровне расходов на эмиссию они сильно влияют на стоимость капитала. В главе 7 мы видели, что средняя стоимость капитала на протяжении XX в. в среднем равнялась примерно 7% в год. Это значит: 7 ф. ст. за каждые 100 ф. ст. капитала. Если издержки на эмиссию равны, скажем, 10%, то чистый доход составит лишь 90 ф. ст. Таким образом, эффективные издержки на капитал составят 7 ф. ст./90 ф. ст., или 7,78%. Этим, вероятно, объясняется небольшое количество публичных выпусков и то, почему они обычно проводятся в тех случаях, когда не существует возможности ни для эмиссии прав, ни для реинвестирования прибыли.

Неопределенность результатов открытой эмиссии

Относительная уверенность в успехе, связанная с эмиссией прав, неприменима к открытому выпуску. Как мы уже говорили, использование андеррайтеров и/или эмиссия при помощи тендера в каком-то смысле решает

эту проблему, но за отдельную плату.

Ценообразование при проведении эмиссии крайне важно

Если необходимо защищать интересы существующих владельцев обыкновенных акций, вопрос ценообразования становится одним из жизненно важных. Эмиссия при помощи тендера частично решает эту проблему. Эффективность фондового рынка предполагает, что цена предложения на покупку — это рациональная и справедливая цена акций.

Размывание контроля

Публичная эмиссия неизбежно связана с размыванием контроля существующих акционеров. Вероятно, это цена, которую первоначальные акционеры должны заплатить, чтобы привлечь дополнительный капитал, если нет возможности для эмиссии прав и использования нераспределенной прибыли.

Привилегированные акции

Обладание привилегированными акциями предоставляет право на собственность и сопряжено с риском, однако владельцы привилегированных акций обычно имеют право на первый «кусочек» (заранее определенного размера) любого выплачиваемого дивиденда. В результате, с точки зрения инвестора, они являются менее «рискоемкими», чем обыкновенные акции. Ожидания дохода от привилегированных акций для инвесторов, соответственно, ниже, чем от обыкновенных акций той же компании. Исторически привилегированные акции всегда являлись важным финансовым источником для корпораций.

В последние годы они, по-видимому, перестали пользоваться популярностью и играют крайне незначительную роль в качестве источника привлечения дополнительных средств (см. табл. 8.1 на с. 267). Тем не менее многие компании до сих пор частично финансируются за счет привилегированных акций, выпущенных несколько лет назад.

Привилегированные акции обычно являются *кумулятивными* (*cumulative*). Это значит, что если дивиденды по привилегированным акциям

не выплачиваются полностью в какой-то год, то держатели обыкновенных акций не вправе рассчитывать на дивиденды в любом из будущих годов, пока не будут выплачены дивиденды по привилегированным акциям.

Номинальная стоимость

Привилегированные акции имеют номинальную стоимость, но, так же как и в случае обыкновенных акций, ее величина не имеет большого значения. Однако дивиденды по привилегированным акциям обычно выражаются в виде процента номинальной стоимости (хотя это и не обязательно).

Коэффициенты для инвесторов

Дивидендная доходность и дивидендное покрытие — важные коэффициенты для держателей привилегированных акций. Дивиденды обычно составляют существенную часть дохода по привилегированным акциям, поэтому эффективная ставка доходности и ее неизменность имеют большое значение.

Факторы, учитываемые компаниями в связи с финансированием за счет привилегированных акций

Затраты на эмиссию

Затраты на эмиссию аналогичны тем, какие имеют место при эмиссии обыкновенных акций и, как и последние, зависят от используемого метода продажи.

Расходы на обслуживание

Расходы на обслуживание ниже, чем для обыкновенных акций, так как привилегированные акции подвергают их держателя меньшему риску.

Обязательство выплачивать дивиденды

Привилегированные акции не накладывают на компанию обязательств по выплате дивидендов. Однако они накладывают обязательство выплатить сначала дивиденды по привилегированным акциям, а затем уже по обыкновенным. Если привилегированные акции являются кумулятивными, задолженность по выплате дивидендов по привилегированным акциям также

должна быть выплачена до того, как начнутся выплаты дивидендов по обыкновенным акциям. Несмотря на отсутствие юридического обязательства, на практике компании не склонны задерживать выплаты дивидендов по привилегированным акциям.

Обязательство выкупить привилегированные акции

Условия эмиссии некоторых привилегированных акций предполагают их дальнейший выкуп, и в таком случае компании должны помнить о необходимости финансировать этот выкуп. Далекое не все привилегированные акции подлежат последующему выкупу (погашению) компанией-эмитентом, и там, где это не так, они похожи на обыкновенные акции. Если держатели привилегированных акций не могут потребовать выкуп, то такой тип финансирования достаточно безопасен с точки зрения акционеров.

Возможность вычета дивидендов по привилегированным акциям из налогооблагаемой суммы дохода

Налоговая система Узбекистана не проводит различия между дивидендами по обыкновенным и привилегированным акциям; таким образом, дивиденды по привилегированным, так же как и по обыкновенным, акциям не вычитаются из налогооблагаемой базы при уплате налога на корпорации.

Влияние на контроль и свободу действий

Обычно привилегированные акции не слишком отягощают ограничениями обычных акционеров. Многие привилегированные акции предоставляют держателям право голоса только тогда, когда их дивиденды просрочены. В целом привилегированные акционеры не имеют права голоса.

Факторы, учитываемые потенциальными инвесторами в связи с привилегированными акциями

Уровень дохода

Уровень дохода по привилегированным акциям обычно низок, значительно ниже, чем по обыкновенным акциям этой же компании. Формой получения дохода являются, как правило, только дивиденды, так как

привилегированные акции редко изменяются в цене.

Риски, связанные с доходами

Обычно уровень риска находится где-то посередине между уровнями риска по обыкновенным акциям и облигациям. В основном это происходит из-за того, что дивиденды по привилегированным акциям имеют приоритет перед дивидендами по обыкновенным акциям.

Простота ликвидации инвестиций (избавления от привилегированных акций)

Если привилегированные акции по условиям эмиссии подлежат выкупу и/или обращаются на фондовом рынке, возможно возвращение вложенных в них средств. Отсутствие хотя бы одного из этих условий, скорее всего, ослабит у инвесторов желание покупать привилегированные акции.

Привилегированные акции и подоходный налог Дивиденды облагаются налогом как доходы. Степень контроля

Если выплата дивидендов не просрочена, привилегированные акции обычно не обладают правом голоса и, соответственно, не имеют реальной власти.

Методы привлечения капитала посредством выпуска привилегированных акций

Методы, используемые для привлечения капитала посредством выпуска привилегированных акций, более или менее идентичны методам использования обыкновенных акций, включая бонусные выпуски для обыкновенных акционеров за счет нераспределенной прибыли. На практике самый популярный метод выпуска привилегированных акций — эмиссия прав.

Облигации и долговые обязательства

Многие компании привлекают денежные средства путем эмиссии долговых ценных бумаг с фиксированной процентной ставкой к номинальной стоимости ценной бумаги [так называемой купонной ставкой (coupon rate)] и установленной датой погашения. Такие ценные бумаги называются

облигациями (loan stocks, bonds) или долговыми обязательствами (debentures). Они обычно выпускаются на период от 10 до 25 лет, хотя некоторые эмиссии рассчитаны на более короткий или более длительный срок. Существуют и бессрочные займы (без даты выкупа).

Популярность облигаций как средства привлечения капитала для долгосрочного финансирования достаточно сильно колеблется из года в год. В 1998 г. 75% стоимости всех ценных бумаг, прошедших листинг на Лондонской фондовой бирже (завычетом величины к погашению), приходилось на долю облигаций различных типов, а всего лишь пятью годами раньше, в 1993 г., их доля составляла только 19% (см. табл. 8.1, с. 267).

Облигации многих компаний проходят листинг на фондовом рынке, так что потенциальные кредиторы компании могут купить часть займов у предыдущего кредитора*. Со дня покупки новый владелец облигации будет получать процентные выплаты, и, кроме того, ему будет возвращена сумма займа, если он будет держать бумаги до даты выкупа.

Облигации привлекательны для всех типов инвесторов, желающих получать доход с относительно низким риском. Институциональные инвесторы проявляют к ним особый интерес, в первую очередь те, кому нужны регулярные денежные поступления для выполнения обязательств по регулярным платежам, например, пенсионные фонды.

Большинство облигаций обеспечено или конкретными активами компании-заемщика, или просто всеми его активами. Например, британская авиакомпания (бюджетный перевозчик) easyJet plc, по данным годового отчета за 2003 г., в качестве обеспечения заёмов отдала в залог часть парка своих воздушных судов в сумме 74 млн ф. ст. Для сравнения, общая балансовая стоимость парка воздушных судов компании составляет 137 млн ф. ст. Займы использовались для финансирования покупки этих самолетов. В качестве альтернативы держатель облигаций может просто владеть ценными бумагами, по которым контрактное законодательство дает возможность

любому кредитору без обеспечения взыскать проценты или капитал в случае, если компания прекратит свое существование. В какой части очереди кредиторов будет стоять данный владелец облигации в случае ликвидации компании-заемщика, зависит от того, обеспечено долговое обязательство или нет.

Так как для индивидуального держателя облигации обычно не имеет смысла по-стоянно отслеживать положение своих ценных бумаг, часто компании для этой цели прибегают к услугам доверительного управляющего (trustee). Компании должны быть готовы к этому, чтобы сделать эмиссию более привлекательной для кредиторов.

Рейтинги облигаций

Для облигаций, котирующихся на Лондонской фондовой бирже, определяется рейтинг двумя независимыми оценщиками — компаниями Moody's и Standard and Poor's. Это две коммерческие фирмы, предоставляющие финансовые услуги. Рейтинг отражает мнение оценщиков о качестве долговых обязательств в аспекте коммерческих и финансовых перспектив компании-эмитента. Он оценивает обязательства с точки зрения потенциального инвестора. Таким образом, ключевым фактором оценки является способность компании полностью выплатить проценты и выкупить облигации на обусловленную договором дату. Оценщики постоянно следят за рейтингами долговых обязательств и меняют их при изменении обстоятельств. Компаниям с высоким рейтингом получить кредит сравнительно легко, и/или они могут сделать это на более выгодных условиях.

Оба оценщика подразделяют облигации на десять категорий. В табл. 8.2 представлена классификация, применяемая компанией Standard and Poor's

Standard and Poor's рассматривает разграничение между долговыми обязательствами категорий BBB и BB как ключевое. Долговые обязательства категории BBB и выше рассматриваются как ценные бумаги «инвестиционного класса» и в большинстве своем представляют собой

безопасные инвестиции. Обязательства категории ВВ и ниже считаются рискованными и спекулятивными. Долговые обязательства ВВ и ниже часто называют мусорными (бросовыми) облигациями (junk bonds).

Таблица 8.2

Кредитный облигационный рейтинг Standard and Poor's

Рейтинг	Пояснение
AAA	Способность компании-эмитента платить по обязательствам очень высока
AA	Рейтинг несколько ниже, чем «тройное А» (AAA), но все же очень высок
A	Более восприимчивы к изменениям в компании/экономической среде, чем облигации AA, но, несмотря на это, обладают высоким рейтингом
BBB	Такие долговые обязательства достаточно безопасны, но все же больше подвержены негативным изменениям, чем облигации категории А
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>	
BB	Значительная неуверенность в их безопасности в случае изменений в компании/экономической среде
B	Более рискованные, чем облигации «двойного В», но в целом компании способны платить по своим обязательствам
CCC	Существует риск неуплаты по обязательствам. Зависят от того, будут ли благоприятны условия в компании/бизнес-среде
CC	Высокая вероятность неуплаты
C	В данный момент велика вероятность неисполнения обязательств
D	В настоящий момент не выполняет свои обязательства

Источник. Информация взята с веб-сайта компании Standard and Poor's (www.standardandpoors.com)

Газета *Financial Times* в номере от 24 октября 2004 г. опубликовала следующий комментарий: «Кредитные рейтинги Standard and Poor's подтверждают неустойчивость компании J Sainsbury's (J Sainsbury plc). Эта компания, занимающаяся розничной торговлей продовольственными товарами, за 10 дней выпустила два предупреждения

о снижении прибыли (*profit warnings*). S&P дважды понижала им рейтинг и сейчас установила его на один пункт выше "мусорных облигаций"».

В своем годовом отчете за 2004 г. энергетическая компания British Energy plc, производитель электроэнергии, имеющий серьезные проблемы, заявила, что понижение ее инвестиционного рейтинга привело к дополнительным сложностям. Компания была вынуждена предоставить

обеспечение своим кредиторам, что привело к проблемам ликвидности.

Коэффициенты для инвесторов

Так как прибыльность сама по себе не представляет особого интереса для держателей долговых обязательств, их гораздо больше интересуют коэффициенты, связанные с эффективной процентной ставкой (ставкой доходности) [*effective rate of interest (yield)*].

Два коэффициента, широко публикуемые в СМИ:

- *Текущий доход по (долговым) ценным бумагам (flatyield)*. Это просто общая сумма процентных выплат к получению, выраженная в процентах к текущей рыночной стоимости соответствующего объема долговых обязательств.

- *Доход по ценной бумаге при ее погашении (redemption yield)*. Если, как это обычно бывает, долговые обязательства подлежат погашению, реальный доход от владения ими может включать выгоды от вложенного капитала или убыток. (Убыток с вложенного капитала возникает, если текущая рыночная цена выше выкупной стоимости. Это может произойти, если превалирующая в данный момент ставка процента ниже купонной ставки по облигации.)

Общий доход по ценной бумаге при ее погашении (r) можно выразить в следующем виде:

$$\text{Текущая рыночная стоимость} = \sum_{t=1}^n I/(1+r)^t + RV/(1+r)^n,$$

где I — общие процентные годовые выплаты, RV — стоимость к погашению, а n — количество лет до погашения облигации. Используя в уравнении в качестве I чистые годовые процентные платежи (без налогов), получим чистый доход по ценной бумаге при ее погашении. По существу это IRR (внутренняя ставка доходности) облигации с учетом текущей рыночной цены, процентных выплат в течение последующей жизни облигации и суммы, которая будет получена при погашении. Показатель может быть рассчитан до уплаты налогов (общий доход по облигации при ее погашении) или после

уплаты налогов (чистый доход по облигации при ее погашении). В главе 10 приведены примеры расчетов по этому уравнению.

Методы выпуска облигаций

Облигации могут выпускаться несколькими способами*, включая непосредственную публичную эмиссию при помощи рекламы в газетах и т.п. Достаточно часто компании, которые хотят выпустить облигации, обращаются к эмиссионным домам и просят разместить выпуск среди их клиентов, часто институциональных.

Факторы, учитываемые компаниями при финансировании путем выпуска облигаций

Затраты на эмиссию

Затраты на эмиссию достаточно низки; при эмиссии на сумму 2 млн ф. ст. они оценивались примерно в 2,5% привлеченного капитала (Wilson Committee 1980). Ли, Локхэд, Риттер и Чжао (Lee, Lockheed, Ritter and Zhao 1996) выяснили, что в США затраты на эмиссию облигаций в среднем равны 2% привлеченного капитала.

Затраты на обслуживание

Так как облигации представляют для инвесторов вложения с относительно низкой степенью риска, ожидаемая доходность достаточно низка по сравнению с акциями. Исторически это подтверждается реальными доходами.

Обязательство выплачивать проценты

В соответствии с контрактным законодательством держатели облигаций имеют право принудительно взыскать процент и вернуть вложенный капитал в оговоренный срок, если это не было сделано добровольно. Во многих случаях держатели облигаций, в соответствии с условиями контракта, имеют право предпринять дополнительные действия (такие, как конфискация активов, которыми обеспечены их кредиты), если компания-заемщик не выполнит своих обязательств.

Это жесткое условие о погашении обязательств, а также серьезные

последствия в случае его невыполнения могут сделать финансирование за счет кредитов и займов тяжким бременем для компании-заемщика.

Обязательство выкупить облигации

Независимо от того подлежат или не подлежат погашению долговые ценные бумаги, компания-эмитент всегда имеет возможность выкупить свои облигации на открытом рынке и погасить их. Таким образом, облигации достаточно гибкий инструмент, чего нельзя сказать об обыкновенных и привилегированных акциях. С другой стороны, если они выпущены как погашаемые с фиксированной датой погашения, что чаще всего и бывает, то компания обязана выполнить данное условие. Это может поставить компанию в непростую финансовую ситуацию, когда настанет день выкупа.

Снижение налогооблагаемой базы на величину процентов по облигациям

Проценты полностью вычитаются из дохода, и этим снижается налогооблагаемая база корпорации. Раньше это делало процентные выплаты по облигациям дешевле по сравнению с дивидендами по обыкновенным и привилегированным акциям. К этому вопросу мы вернемся в главе 11.

Влияние на контроль и свободу действий

Жесткость последствий в случае невыплаты процентов и «тела долга» может существенно ограничить свободу действий компании. Хотя с точки зрения права голоса долговое финансирование обычно не влияет на контроль, оно, тем не менее, может серьезно его ограничить в плане беспрепятственного управления делами компании.

Те, кто дает деньги, как правило, устанавливают условия или односторонние обязательства (covenants) для компании. Невыполнение этих обязательств, в зависимости от конкретного контракта между компанией и заемщиком, дает кредитору право незамедлительно требовать выплаты по обязательствам.

Типичные ограничения по кредитному договору включают:

- ограничения уровня дивидендов;

- поддержание минимального коэффициента текущей ликвидности;
- ограничение прав компании распоряжаться своими внеоборотными активами;
- ограничение соотношения финансового рычага (левериджа).

В своем годовом отчете за 2003 г. транспортная компания Arriva plc (в основном автобусный и железнодорожный транспорт) сообщает о своих односторонних обязательствах по договорам займа. В отчете говорится: «Arriva plc по-прежнему действует в рамках основных ограничений, установленных ее заемщиками, в соответствии с которыми чистые материальные активы не должны превышать 140 млн ф. ст., а соотношение между собственными и заемными средствами — оставаться ниже 200%».

Факторы, учитываемые потенциальным инвестором применительно к облигациям

Уровень дохода

Доходы от облигаций значительно меньше, чем доходы от обыкновенных и привилегированных акций.

Риск, связанный с доходами

Хотя уровень риска, связанного с невыполнением обязательств компанией-заемщиком низок держатель облигации обычно подвергается другому риску, а именно риску процентной ставки (interest rate risk). Это риск убытков, связанных с изменением общего уровня процентной ставки по кредитам.

Пример 8.4

Инвестор обладает бессрочной облигацией номинальной стоимостью 100 ф. ст., купонная ставка по которой (ставка дохода, которую компания-заемщик обязуется выплатить к номинальной стоимости облигации) составляет 6%. Текущие процентные ставки и уровень риска данной облигации, определяют ее рыночную доходность на уровне 6%. Так как доход от облигации по ее номинальной стоимости равен 6%, то фондовый рынок оценит данное долговое обязательство в 100 ф. ст. (номинальная стоимость).

Если общий уровень процентной ставки будет повышаться и фондовый рынок оценит доходность облигации в 7,5%, то стоимость облигации упадет до 80 ф. ст. (т.е. до суммы, 7,5% которой равны 6% от 100 ф. ст.). Таким образом, наш держатель облигации станет беднее на 20 ф. ст.

Если бы облигация была не бессрочной, а погашаемой в какой-то момент в будущем за 100 ф. ст., то цена вряд ли опустилась бы до 80 ф. ст. из-за изменения процентной ставки. Чем ближе дата выкупа, тем меньше падение цены; однако независимо от того, будет облигация погашаться или нет, какое-то снижение цены все равно будет происходить. Очевидно, что инвестор аналогичным образом выиграет от общего падения текущих процентных ставок, но инвестор, не склонный к риску (а таково большинство инвесторов) будет больше озабочен потенциальными убытками, чем потенциальными прибылями.

Относительно низкая процентная ставка, устанавливаемая по *краткосрочным* облигациям, означает, что по ним будут более низкие доходы по сравнению с долговыми ценными бумагами, имеющими более длительный срок погашения.

Простота ликвидации инвестиций (избавления от облигаций)

Чтобы иметь серьезные шансы на успех, компании, которые хотят осуществить публичную эмиссию акций, должны войти для этого в листинг фондового рынка. Таким образом, деньги, вложенные в публичные облигации, могут быть возвращены при помощи продажи облигаций на рынке.

Облигации и подоходный налог

Проценты, поступающие держателям облигаций, облагаются подоходным налогом держателей облигаций. Прирост капитала также облагается налогом. Поскольку все, или почти все, доходы от облигаций обычно имеют вид процентов, прирост капитала не играет существенной роли.

Степень контроля

Облигации не дают своим владельцам никакого контроля над компанией, кроме возможности взыскать причитающиеся им выплаты и обеспечить выполнение других односторонних обязательств по контракту в случае, если компания этого не сделает.

Еврооблигации

Еврооблигации, или евробонды (Eurobonds), представляют собой необеспеченные облигации, оцененные в иной валюте, нежели национальная валюта компании-эмитента. Это займы в иностранной валюте. Компании выпускают евробонды, чтобы увеличить доступность иностранных инвестиций. Кроме того, еврооблигации могут предложить новые характеристики, которые делают их более привлекательными как для кредиторов, так и для компаний-эмитентов. Последнее объясняется тем, что евробонды обращаются на нерегулируемом рынке. Примером британской компании с большим займом в евробондах (300 млн ф. ст.) может служить химическая компания Boots Group plc согласно ее годовому отчету за 2004 г.

Процентный своп

Предположим, что некая компания получила заем, который определяется контрактом как заем по плавающей процентной ставке (floating interest rate), т.е. по ставке, колеблющейся в пределах общего уровня процентной ставки в экономике. Возможно, компания предпочла бы фиксированную процентную ставку (fixed interest rate), но договориться об этом условии оказалось невозможным.

В таких обстоятельствах наша компания может найти другую компанию, проблема которой диаметрально противоположна, т.е. имеющую контракт с фиксированной процентной ставкой, но желанием выплачивать заем по плавающей ставке. Найдя друг друга, каждая из этих компаний может договориться об обслуживании долга другой компании. На практике они, вероятно, сначала заключат контракт и выпустят облигации или получат кредит в какой-либо другой форме.

Процентный своп (interest rate swap) имеет практическое значение,

потому что разные компании имеют разные кредитные рейтинги. Одна имеет возможность договориться о разумной плавающей, а не о фиксированной ставке. Другая компания может оказаться в противоположной позиции. Свопы — это еще один пример дериватива.

Сеть супермаркетов Tesco plc использует процентные свопы, чтобы сократить риск. В годовом отчете компании за 2004 г. отмечается, что политика фирмы направлена на то, чтобы иметь около 40% займов по фиксированной ставке.

Конвертируемые облигации

Конвертируемые облигации (*convertible loan stocks*) — это ценные бумаги, которые обладают всеми только что рассмотренными особенностями облигаций, а, кроме того, в определенный, ранее установленный срок могут быть конвертированы держателями в обыкновенные акции той же компании. Конверсионное соотношение (*conversion rate*) обычно выражается количеством обыкновенных акций, которое можно получить за 100 ф. ст. номинальной стоимости облигации. Если на протяжении жизни облигации проводились разделение акций или бонусные выпуски, условия конвертации обычно соответствующим образом корректируются.

Конвертируемые долговые обязательства — это пример финансового дериватива.

В июле 2003 г. телекоммуникационная компания Cable and Wireless plc выпустила необеспеченные конвертируемые облигации. Эмиссия позволила привлечь 258 млн ф. ст. Облигации имеют купонную ставку 4% в год и конвертируются по конверсионному соотношению 457,93 акции за каждую облигацию (номинальной) стоимостью 1000 ф. ст. в любое время до 9 июля 2010 г.

В последние годы конвертируемые облигации не были популярны (см. табл. 8.1 на с. 267), хотя ряд компаний частично финансируется ими.

Так как конвертируемые ценные бумаги (*convertibles*) — это гибрид акций и облигаций, факторы, значимые как для компании-эмитента, так и для

потенциального инвестора, будут в основном аналогичны тем, о которых мы уже говорили. Однако стоит упомянуть некоторые особенности конвертируемых ценных бумаг.

Затраты на эмиссию

Тот факт, что выпустить облигации дешевле, чем акции, означает, что конвертируемые ценные бумаги — это дешевый способ выпуска обыкновенных акций, в особенности если компания в любом случае хочет иметь некоторую долю заемного финансирования.

Займы погашаются сами

Компании нет необходимости искать средства на погашение долговых обязательств, так как они конвертируются в обыкновенные акции. Это, безусловно, не значит, что они бесплатные. Выпуск акций для выкупа облигаций составляет альтернативные издержки для компании и ее существующих акционеров. Конвертируемые облигации обычно используются для привлечения средств, если инвесторы предпочитают заручиться надежностью облигаций и при этом иметь возможность, в случае успеха компании, конвертировать долговые ценные бумаги в права собственности.

Варранты

Варранты (warrants) — это по существу опционы, предоставляемые компанией держателю, которые дают право подписаться на определенное количество ее обыкновенных акций по установленной цене в определенный срок или после его истечения — обычно через несколько лет после выпуска.

Как правило, компании выпускают варранты одним из следующих способов:

- продают их, что обеспечивает поступление денежных средств;
- приурочивают их выпуск к эмиссии облигаций в качестве «подсластителя» или стимула для инвесторов к покупке облигаций.

Если компания «прикрепляет» варранты к облигациям, что, вероятно, является самым распространенным способом их выпуска, механизм очень

напоминает конвертируемые ценные бумаги, с той разницей, что облигации продолжают действовать после того, как варранты уже использованы для подписки на акции. Таким образом, облигации не являются «самопогашающимися», как конвертируемые ценные бумаги.

Как и конвертируемые облигации, варранты — это финансовые деривативы. В каком-то смысле варранты напоминают конвертируемые ценные бумаги, так как их существенные черты очень похожи.

Срочные кредиты

Срочные кредиты (ссуды) (term loans) могут быть получены компанией-заемщиком у финансового института, такого, как клиринговый банк, страховая компания или коммерческий банк. Этот вид финансирования чрезвычайно важен и охватывает примерно 25% объема вновь привлекаемых средств, не связанных с использованием нераспределенной прибыли.

Во многих отношениях срочные ссуды похожи на облигации: кредитору обычно гарантируется обеспечение, а займы выделяются на срок до 20 лет. Отличаются они от облигаций тем, что обычно не переходят от кредитора кредитору, как это происходит с облигациями. Срочные кредиты не обращаются на фондовом рынке. Некоторые из них выплачиваются в рассрочку, так что каждый месячный или годовой платеж состоит частично из процента и частично из погашения «тела долга». Аналогичным образом осуществляются выплаты по закладной частными покупателями домов в рамках погашения долга.

Срочные ссуды довольно дешевы, т.е. затраты на их получение низки, потому что компания-заемщик работает только с одним кредитором (по крайней мере в отношении одного займа), и есть возможность обеспечить более гибкие условия, которая обычно отсутствует при выпуске облигационного займа.

Несомненно, долгосрочные ссуды очень напоминают облигации, так что, за исключением возможностей продажи долговой ценной бумаги и отсрочки погашения «тела долга», факторы, затрагивающие кредитора и

заемщика, являются теми же, что мы рассматривали, говоря об облигациях.

Лизинг

Может показаться странным, что мы относим лизинг к средствам долгосрочного финансирования, но на самом деле он очень похож на обеспеченный заем.

Лизинг (*leases*) можно разделить на два типа.

- *Операционный лизинг (operating leases)*. Часто можно арендовать актив, скажем единицу оборудования, которая может понадобиться лишь временно и которую нет смысла покупать. Обычно владелец обеспечивает необходимое текущее обслуживание. На решение о том, покупать актив или арендовать, по-видимому, влияют финансовые соображения. Впрочем, это чисто оперативное решение, которое принимается в зависимости от того, какой подход будет дешевле.

- *Финансовый лизинг*. Здесь потенциальный пользователь выбирает актив, в который он хочет вложить средства, оговаривает цену, доставку и т.д., а потом ищет поставщика финансовых средств для оплаты покупки. Договорившись о покупке актива, пользователь берет его в лизинг у покупателя. Безусловно, выплаты по лизингу должны быть достаточными, чтобы оправдать расходы владельца по возврату капитала и погашению процентов.

Природа финансового лизинга

Нас интересует именно финансовый лизинг (*financial leases*), так как он представляет собой эффективные срочные ссуды с выплатами в рассрочку. Это важный источник финансирования, на долю которого приходится 20% объема новых финансовых вложений, осуществленных компаниями за последние годы (Drury and Braund 1990).

В прошлом финансовый лизинг считался популярным среди пользователей отчасти потому, что, будучи равносильным займу, не отражался в балансе компании как ее актив. Те, кто пытался оценить финансовое положение компании, могли не заметить забалансовые счета. Однако новые бухгалтерские правила *перенесли* лизинг в баланс. Компания

теперь обязана показывать активы в лизинге и величину обязательств перед владельцем актива в своем балансе.

Другой особенностью финансового лизинга, которая была главной причиной роста его популярности в Узбекистане в конце 1970-х — начале 1980-х гг., была его существенная налоговая эффективность в некоторых обстоятельствах. Лизинговые платежи полностью вычитались из налогооблагаемой базы компании-заемщика. Это распространялось не только на проценты, но и на часть погашения основного долга.

До 1984 г. передача оборудования в лизинг позволяла лизингодателю в год приобретения использовать 100%-ную налоговую льготу. Что касается компании-лизингополучателя, то лизинг, в отличие от покупки внеоборотного актива, лишал ее возможности требовать льготы в первый год. С другой стороны, лизинг все же давал возможность этой компании претендовать на 100% стоимости актива, но в течение его жизни, а не в первый год. Однако во многих случаях, даже когда компании приобретали актив за счет привлеченных средств, например, срочного кредита, преимущества были несущественны по сравнению с выгодой, получаемой от налоговой льготы в первый год. Это было особенно справедливо в ситуациях экономического спада, ограничивавшего прибыльность.

При лизинге право требовать налоговых списаний* переходило к лизингодателю. Если прибыль от лизинга и прочей деятельности позволяла лизингодателю полностью воспользоваться всеми преимуществами, часть из них могла перейти к лизингополучателю в виде сниженных лизинговых платежей. Таким образом, лизингополучатель мог обменять преимущество налоговых списаний за первый год на сниженные лизинговые платежи.

Практика применения лизинга

Происшедшие в середине 1980-х гг. снижение корпоративного налога и отмена 100%-ного налогового списания для первого года существенно снизили преимущества финансового лизинга. Все это, в сочетании с требованием по отношению к компании-заемщику раскрывать в своих

годовых отчетах информацию о пользовании этим источником финансирования, привело к снижению степени использования финансового лизинга.

На практике, невзирая на падение популярности, вызванное изменениями в бухгалтерском учете и налогообложении в середине 1980-х, с конца 1980-х гг. распространенность финансового лизинга опять резко возросла. Причины этого не вполне очевидны. Друри и Бронд (Drury and Braund 1990) провели опрос среди компаний Узбекистана различного размера о причинах, по которым те предпочитают приобретать активы путем финансового лизинга, а не непосредственной покупки. Были выделены две основные причины популярности лизинга. Первая: процентная ставка по лизинговым контрактам была ниже, чем ставка, которую пришлось бы платить компаниям, если бы они привлекали средства другим путем и сами покупали активы. Другая основная причина — то, что компании все еще считали этот метод более эффективным с налоговой точки зрения, несмотря на изменения налогового законодательства о внеоборотных активах. Как явствует из годового отчета компании British Airways plc за 2004 г., она берет в лизинг значительную часть (32%) своего транспортного парка самолетов.

Хотя в некоторых случаях одна или несколько причин, приводимых в исследовании Друри и Бронда, могут быть реальными, большинство компаний так не считает.

Друри и Бронд выявили фактор, который мог бы пролить свет на эту ситуацию. При оценке решений о том, брать ли актив в лизинг или покупать его, поразительно часто допускались ошибки. Даже среди крупных и в финансовом плане более продвинутых компаний в 30% случаев использовался неправильный подход к анализу, так что решение склонялось к лизингу.

Несправедливо было бы утверждать, что своей популярностью лизинг обязан лишь неправильным подсчетам, однако причины этого феномена до сих пор неясны.

Быть или не быть лизингу — вопрос финансовый

При рассмотрении вопроса о приобретении актива компания должна оценить денежные потоки, связанные с этой собственностью. Эти потоки необходимо дисконтировать по ставке, отражающей уровень риска, связываемый с этими денежными потоками. Если NPV положительна, актив нужно покупать, если отрицательна — не нужно, по крайней мере с финансовой точки зрения.

Должно ли финансирование приобретения актива осуществляться в форме финансового лизинга или другими способами — это совершенно другое решение. Первое решение — инвестиционное, второе — финансовое.

Только при случайном совпадении адекватная ставка дисконта денежных потоков будет равняться ставке по финансовому лизингу. Эта последняя ставка отражает относительно безрисковую природу финансового лизинга с точки зрения лизингодателя. Для пользователя актива уровень риска, скорее всего, будет значительно выше, чем для лизингодателя. Таким образом, будет нелогично дисконтировать денежные потоки от актива по ставке, предполагаемой при финансовом лизинге.

Финансовый лизинг на практике так похож на заем с обеспечением, что факторы, которые должны учитывать лизингодатель и лизингополучатель, почти одни и те же.

Продажа и обратный лизинг

Продажа и обратный лизинг (sale and leaseback) — это вариант финансового лизинга. Если компании необходимы средства и есть подходящий актив, она может продать актив владельцу финансовых средств с условием обратного лизинга как части контракта продажи. Таким образом компания сохраняет использование актива и получает дополнительные средства. Это опять-таки очень похоже на обеспеченный заем.

Земля и здания часто являются предметом продажи и обратного лизинга. Недавно несколько крупных английских компаний продали свои

земельные владения на таких условиях. Сеть отелей ITavelodge, которой владеет венчурная компания Permira Advisors Ltd, продала 136 своих фрихолдов, чтобы выручить 400 млн ф. ст. Это представляло собой всю ее недвижимую собственность. За последние годы многие британские супермаркеты, сети отелей и рестораны продали и получили в обратный лизинг часть своих фрихолдов. Сейчас это важный способ финансирования для многих компаний.

Удивительным объектом таких сделок являются профессиональные футболисты. Контракты на игру нескольких футболистов английской премьер-лиги принадлежат отделу лизинга Barclays Bank plc, а не клубу. Вероятно, самым известным игроком, к кому это можно отнести, является защитник Рио Фердинанд, который находился в лизинге у Leeds United, когда играл за этот клуб (Fletcher 2002).

Гранты от общественных фондов

в Узбекистане существует много грантов, или источников финансирования, которые обходятся компаниям бесплатно или почти бесплатно. Большинство таких средств исходит от правительства Узбекистана или от Европейского союза.

Каждый грант дается, чтобы побудить компанию действовать определенным образом. Примеры таких действий включают в себя:

- инвестиции в новые заводы;
- развитие микроэлектроники;
- обучение и переподготовку персонала;
- сохранение энергии;
- исследования и развитие.

Многие гранты доступны только компаниям, которые располагаются в определенных частях Узбекистана.

Так как существует значительное разнообразие схем и они меняются достаточно часто, не стоит сейчас рассматривать конкретный пример. Однако важно отметить, что частные компании могут претендовать на значительные

суммы и что финансовые менеджеры должны хорошо ориентироваться в грантах и способах их получения. Министерство экономики и промышленности Узбекистана предоставляет информацию о большинстве источников грантового финансирования. Местные власти, особенно советы графств, стремятся разрабатывать рекомендации по получению грантов на своей территории.

Выводы по долгосрочному финансированию

Очевидное существование эффективного фондового рынка, наряду с подтверждаемой на опыте взаимосвязью между риском и ожидаемыми доходами, говорит о том, что вероятность значительного выигрыша при выборе одного метода финансирования, а не другого очень мала.

Повышение доли собственного капитала в источниках финансирования, не связанное с повышением риска для обычных акционеров, обычно предполагает значительные затраты. Финансирование за счет обеспеченных займов, имеющее следствием повышение риска, обычно обходится дешевле. Это свидетельствует о том, что для существующих акционеров в том или ином методе привлечения нового капитала нет

преимуществ или недостатков. Один способ может повысить ожидаемые доходы существующих обычных акционеров, но он пропорционально повышает и риск.

Однако реальная ситуация, вероятно, не такова, как изображено на рис. 8.1 (с. 266). Наличие аномалий на первичном фондовом рынке может означать, что использование одной формы финансирования по сравнению с другой способно принести выгоду держателям акций. Например, заемное финансирование предоставляет налоговые скидки, которых не дает использование собственного капитала. Конвертируемые ценные бумаги, вероятно, более дешевый способ выпуска обыкновенных акций, чем прямая публичная эмиссия.

Эти факторы, а также те, которые будут обсуждаться ниже в этой книге в связи с финансовым леведреджем и дивидендами, по-видимому, служат

объяснением того, почему компании уделяют так много времени поиску наиболее подходящего способа привлечения долгосрочного финансирования.

Вероятно, в целом мы можем сделать вывод о том, что компаниям следует оценивать все потенциально возможные способы привлечения финансовых средств. Они должны обращать внимание на упомянутые выше аномалии и пытаться использовать их в своих интересах в соответствующих условиях бизнеса.

Контрольные вопросы

1. С точки зрения компании-заемщика, заемный капитал дешевый, но рискованный. В каком смысле он рискованный?
2. Почему нераспределенная прибыль не является бесплатным источником финансирования?
3. Если нераспределенная прибыль не бесплатный источник финансирования, почему она продолжает оставаться популярным источником привлечения средств?
4. Облигация, котирующаяся на фондовой бирже, имеет купонную ставку (процентная ставка, зафиксированная в контрактах между компанией и держателями облигаций) 10%. Значит ли это, что текущая доналоговая стоимость облигации составляет 10%?
5. Какие факторы обычно влияют на рыночную стоимость конвертируемой облигации? (Заметьте, что в главе прямой ответ на этот вопрос отсутствует. Базовые знания, а также здравый смысл должны помочь вам с ответом.)
6. В каком смысле можно назвать лизинг источником долгосрочного финансирования?

Глава : Вторичный рынок капитала (фондовая биржа) и его эффективность

План

- 22.1 Лондонская фондовая биржа
- 22.2 Эффективность рынка капитала

22.3 Исследования эффективности рынков капитала

22.4 Парадокс эффективного рынка

22.5 Выводы значение эффективности рынка капитала

Вторичные рынки капитала

Во всем мире наиболее значительными вторичными рынками капитала являются официальные фондовые биржи (фондовые рынки). Они не представляют собой весь вторичный рынок, во всяком случае в Узбекистана, как мы далее увидим в данной главе. Однако мировые официальные фондовые биржи являются основными площадками для торговли национальными и — все чаще — международными ценными бумагами. Большинство этих официальных фондовых бирж выполняют функцию как первичного, так и вторичного рынка.

Существование вторичного рынка капитала жизненно необходимо для компаний, желающих привлечь средства с помощью долгосрочного финансирования. В общем случае потенциальные долгосрочные инвесторы не согласятся приобретать акции или облигации, если отсутствует возможность в любой момент продать их и вернуть свои денежные вложения. В связи с тем что для компаний непрактично постоянно держать деньги в готовности для выкупа своих ценных бумаг, существование вторичного рынка капитала, где владельцы ценных бумаг могут продать их другим желающим, необходимо. Отсутствие инструментов вторичного рынка делает привлечение средств на длительный срок невозможным или в лучшем случае очень дорогим из-за доходности, которой требуют инвесторы. Некоторые аналитики полагают, что развивающиеся страны зачастую отстают в своем индустриальном и экономическом развитии из-за отсутствия признанных вторичных рынков капитала и, следовательно, из-за недостатка инвестиционного долгосрочного финансирования.

Ценовая эффективность (price efficiency)

Потенциальные инвесторы не только потребуют наличия возможности продать свои ценные бумаги и выручить деньги тогда и таким способом, как

они пожелают; им также будет интересно, эффективна ли цена их капиталовложения. Эффективность в контексте ценообразования означает, что вся доступная информация о торговых перспективах постоянно, полностью и рационально отражается в стоимости ценных бумаг компании. То есть можно сказать, что рыночная цена конкретной ценной бумаги является собой текущую (дисконтированную) стоимость будущей экономической выгоды, которую владение ценной бумагой принесет ее обладателю. Это важно для инвесторов, так как в общем случае они предпочтут, чтобы в определенный момент цена устанавливалась рационально и не была отдана на волю случая. Возможно, наиболее важным фактом является то, что, поскольку рынок капитала представляет собой взаимодействие между менеджерами и инвесторами, эффективность означает, что финансовые решения, принимаемые менеджерами, будут отражаться на курсах ценных бумаг компании и, следовательно, прямым образом влиять на благосостояние акционеров. В связи с тем что максимизация благосостояния акционеров — общепринятый основной критерий управленческих решений, такое отражение деятельности менеджеров является важным и имеет ряд последствий.

В данной главе на примере механизмов Лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange, LSE) мы кратко рассмотрим ее роль как вторичного рынка, а затем перейдем к изучению ее эффективности в широком смысле. В заключение мы разберем, что означает эффективность Лондонской фондовой биржи (или ее отсутствие) для инвесторов и финансовых менеджеров.

Лондонская фондовая биржа

Как и все рынки капитала, при выполнении своей вторичной функции LSE фактически представляет собой рыночное пространство, где ценные бумаги частных компаний и государственных структур могут покупаться и продаваться.

Члены LSE

Если на рынках многих типов физические лица могут напрямую

покупать и продавать от своего собственного лица, на LSE они имеют ограниченный доступ. Только члены LSE обладают прямой возможностью покупать и продавать ценные бумаги. Когда кто-либо желает купить или продать ценные бумаги через LSE, он может сделать это, только используя члена биржи в качестве агента.

Правила, регулирующие поведение участников, утверждаются и контролируются Советом, избираемым членами биржи. Одной из функций Совета является регистрация отдельных ценных бумаг в качестве подходящих для торговли на LSE. Зарегистрированные (прошедшие листинг) ценные бумаги удовлетворяют набору критериев, утвержденных Советом. Цель проверки ценных бумаг перед регистрацией заключается в том, чтобы оградить членов инвестиционного сообщества от потери денег при покупке недоброкачественных ценных бумаг.

В настоящее время на LSE зарегистрированы акции приблизительно 2000 компаний, из которых на долю примерно 100 приходится около 80% общей стоимости акций всех 2000 компаний (Coggan 2003).

Члены LSE выступают в двух ипостасях:

- в качестве маркетмейкеров (market maker)* или дилеров (dealers), в принципе равнозначных торговцам на уличном рынке. Каждая сделка ограничена определенной группой ценных бумаг, что во многом напоминает то, как уличные торговцы стараются специализироваться на фруктах, мясе или рыбе;
- в качестве агентов лиц, желающих купить или продать посредством LSE (биржевые маклеры [stockbrokers]).

Сделки на LSE

Дилеры

Как правило, дилеры готовы купить или продать ценные бумаги независимо от того, смогут ли они немедленно найти покупателя/продавца. Таким образом, дилеры обычно выражают готовность найти для покупателя ценные бумаги, которыми они в настоящее время не владеют, или купить те,

на которые у них нет непосредственного покупателя. Только в случае исключительно крупного заказа и очень редко торгуемых ценных бумаг дилеры могут быть не готовы выступить в качестве покупателя или продавца. Любое нежелание продать или купить определенную ценную бумагу на рынке при конкретных обстоятельствах может повредить репутации дилера и иметь негативный эффект для дальнейшей торговли, осуществляемой таким дилером. Следовательно, это будет своего рода санкция против дилеров, которым не удастся должным образом исполнять свои функции маркетмейкеров.

В любой определенный период времени дилерская компания обычно оперирует неким торгуемым запасом (trading stock) ценных бумаг из числа тех, с которыми она работает, — положительным или отрицательным. При положительном запасе говорят, что дилер занимает позицию быка (bullposition) относительно данной ценной бумаги, а в случае, когда ценные бумаги были проданы, а дилер их еще не купил, говорят о позиции медведя (bear position).

Дилеры — это рискующие маркетмейкеры. Если дилеры покупают некие ценные бумаги, они полагают, что потом продадут их по более высокой цене. Аналогичным образом когда они продают не принадлежащие им ценные бумаги (т.е. занимают позицию медведя), то считают, что смогут купить ценные бумаги, которые обязаны поставить, по более низкой цене. Ошибка в ожиданиях может дорого обойтись дилерам, так как, чтобы побудить продавца к выходу на рынок, им, возможно, придется предложить очень высокую цену. Члены биржи, которые действуют только как дилеры, зарабатывают на жизнь получением прибыли от такой торговли.

Процесс заключения сделок

Фактически до середины 1980-х гг. все сделки на LSE проводились на площадке биржи. Каждая дилерская компания имела свой собственный «киоск», в который маклеры могли прийти для осуществления сделок от лица своих клиентов. Для заключения сделок по наиболее выгодным ценам

маклерам надо было зайти в киоски всех или по крайней мере достаточной части биржевых торговцев, которые осуществляли операции с участием конкретной ценной бумаги, для того чтобы сравнить цены. Сейчас площадка LSE в действительности представляет собой компьютеризированную дилерскую систему, хотя, в сущности, процесс заключения сделок остался тем же. Электронная система автоматизированных котировок фондовой биржи (Stock Exchange Automated Quotation system — SEAQ) позволяет дилерам показывать на дисплее свои цены заинтересованным сторонам — как членам, так и не членам биржи — и постоянно обновлять эти цены. Система также дает членам LSE возможность, не покидая офиса, напрямую проводить операции путем использования терминала, соединенного с SEAQ.

Когда члены инвестиционного сообщества желают купить или продать ту или иную ценную бумагу, они обычно звонят или посылают электронное письмо своему маклеру. Маклер может незамедлительно показать цены, по которым разные игроки готовы начать торги. Как правило, эти цены будут различаться от одного дилера к другому. Это обусловлено тем, что ценность конкретной ценной бумаги может определяться дилерами по-разному. На цену предложения в определенный момент времени будет также влиять позиция конкретного игрока относительно владения ценными бумагами. Для того чтобы купить те или иные ценные бумаги, дилер, занимающий позицию медведя, может быть готов заплатить более высокую цену, чем тот, кто занимает позицию быка. По конкретной ценной бумаге и конкретному дилеру на экране SEAQ будет показано две цены. По более низкой из них дилер готов купить, а по более высокой — продать. Аналогичная информация доступна для всех членов биржи и любых других лиц, желающих подписаться на ценные бумаги. Маклер может назвать самую выгодную для своего клиента цену, исходя из того, кем является клиент: потенциальным покупателем или потенциальным продавцом. Клиент может незамедлительно распорядиться, чтобы маклер заключил сделку по этой наилучшей цене или, наоборот, ничего не предпринимал. Если клиент хочет, чтобы сделка состоялась, маклер тотчас

же выполняет операцию без всякого прямого контакта с необходимым для этого биржевым торговцем (используя терминал SEAQ). Эффективный контакт между маклером и дилером осуществляется через SEAQ. Система автоматически информирует участвующих в сделке, что торги состоялись, и фиксирует детали сделки. Несмотря на то что информацию SEAQ может получить кто угодно, только члены LSE могут использовать эти сведения напрямую — для торговли через SEAQ.

Компании, занимающиеся маклерской деятельностью, взимают со своих клиентов комиссию, которая и является источником их дохода. Эти издержки сделки бывают значительными, в частности при небольших операциях, хотя обычно пропорционально снижаются при крупных сделках.

Маклеры предлагают клиентам набор профессиональных услуг, относящихся к инвестициям, редко рассматривая свою роль в узком смысле агента по покупке и продаже. Конечно, они конкурируют друг с другом за проведение инвестиционных сделок. Те из них, кто предоставляет наилучшие услуги в плане консультирования и руководства, с большей вероятностью получают больше комиссионных выплат.

Деривативы

Инвесторы могут покупать и продавать не только ценные бумаги, но также и деривативы, связанные с курсом ценных бумаг. Инвесторы, например, могут покупать и продавать биржевые опционы. Они могут приобрести право (но не обязательство) купить или продать определенные ценные бумаги по заранее установленным ценам. Например, в случае, когда инвестор думает, что акции аптечной компании Boots Group plc должны вырасти в цене, он может купить опцион на покупку определенного их количества до определенной даты по заранее установленной цене. Такой опцион будет называться опционом покупателя или опционом «колл» (*call option*), и его цена будет зависеть от количества ценных бумаг, установленной цены выкупа (*call price*) и даты исполнения опциона. Если к дате исполнения рыночная цена акций Boots Group plc будет выше

установленной цены выкупа, то инвестор воспользуется опционом на покупку акций. Опцион, дающий право продать, называется опционом продавца или опционом «пут» (*put option*). По некоторым ценным бумагам даже сам опцион может быть куплен или продан (так называемый переуступаемый опцион [*traded option*]). Другой пример производных ценных бумаг (см. главу 1) — опционы на акции (*share options*), один из многих деривативов, связанных с курсом ценных бумаг.

Место LSE на вторичном рынке капитала Узбекистана

Законодательство Узбекистана не требует, чтобы все сделки на вторичном рынке капитала осуществлялись через LSE. Несмотря на то что на протяжении длительного времени LSE была и остается лидером на британском вторичном рынке по объему заключаемых сделок, существуют и другие рынки, хотя и ограниченные по размеру.

Есть, например, коммерческие организации, обслуживающие *внебиржевые рынки* (*over-the-counter markets, OTC*), где фирмы действуют как маркетмейкеры по определенному набору ценных бумаг. Ценные бумаги продаются инвесторам и покупаются ими без помощи агентов, во многом подобно тому, как поступают со своим ассортиментом торговцы подержанной мебелью.

Практика — в частности, существование внебиржевого рынка — показывает, что члены инвестиционного сообщества будут стремиться найти другой рынок, если почувствуют, что LSE не предоставляет им необходимых услуг по цене, которую они в состоянии заплатить.

Эффективность рынка капитала

Когда курс ценных бумаг в любой момент времени адекватно отражает всю доступную и значимую информацию, говорят, что рынок, на котором они обращаются, эффективен. Это означает, что любая появляющаяся информация, касающаяся конкретной компании, будет включена в рыночную стоимость ценной бумаги:

- быстро;
- адекватно — в смысле учета величины и направления изменений курса ценной бумаги.

Утверждение, что вторичный рынок капитала эффективен, не означает, что он совершенен в экономическом смысле, хотя, для того чтобы быть эффективным, рынок должен в некоторой степени обладать большинством признаков совершенного рынка. Также важно отметить, что эффективность не подразумевает наличия у инвесторов идеальных способностей прогнозирования. Все это означает лишь то, что текущий курс ценной бумаги представляет собой наилучшую оценку ее экономической ценности на основе имеющихся сведений. Заметьте, что термин «эффективный» (efficient) в этом значении не имеет ничего общего с понятием «эффективный» как «не имеющий специфического риска» (см. главу 7). К сожалению, одно и то же слово стало стандартным термином при описании двух различных концепций.

Почему рынки капитала должны быть эффективными?

Цены на рынках капитала устанавливаются под воздействием спроса и предложения. Если общее мнение участников рынка сводится к тому, что акции конкретного предприятия недооценены, спрос заставит цену подняться.

На вторичном рынке капитала, таком, как LSE, курсы ценных бумаг отслеживаются большим числом людей, многие из которых обладают достаточными знаниями и опытом; при этом почти всех к этому занятию подталкивает мощный стимул — стремление к финансовой выгоде. Сведения о компании к таким наблюдателям поступают разнообразными путями. От самих компаний исходят финансовые отчеты, пресс-релизы и утечки информации (как преднамеренные, так и случайные). Информация об отрасли и секторе экономики, в которых работает компания, также будет полезна при оценке стоимости конкретной ценной бумаги, а такие сведения поступают из разных источников.

Когда наблюдатели замечают цену, которая кажется им нерациональной

в свете того, как они оценивают, например, будущие дивиденды, они стремятся найти возможность воспользоваться преимуществом ситуации либо советуют другим так поступить. Например, инвестиционный аналитик, работающий в доверительном паевом фонде, оценивает стоимость акции компании Tesco plc в 3,5 ф. ст., но видит, что ее текущий курс составляет 3 фунта. В этом случае аналитик может связаться с менеджером по инвестициям, чтобы посоветовать купить несколько этих акций на основании того, что они сейчас недооценены и на них можно будет получить прибыль. Повышение спроса, вызванное крупномасштабными покупками, будет способствовать повышению цены акций. Наш аналитик — один из многих специалистов, постоянно сравнивающих рыночные цены акций Tesco со своей собственной оценкой их стоимости. Большинство таких экспертов, заметив несоответствие, будут действовать самостоятельно или побуждать к действию тех, кому они дают советы. Рыночная цена акций во все времена отражает общее согласованное мнение. Если люди твердо уверены, что такая цена нерациональна, они предпримут действия, чтобы выиграть на своем убеждении: чем более, по их мнению, цена нерациональна, тем более решительные шаги они предпримут.

Эффективность и консенсус: если хочешь предсказать результат футбольного матча, спроси у болельщиков или позвони другу

Порой эффективность понимается как требование существования по крайней мере одного активно действующего на рынке человека, обладающего большими познаниями, мастерством и проницательностью. Это убеждение не обязательно является верным. Как отмечает Бивер (Beaver 1998), все, что нужно для эффективности, — это множество наблюдателей, большинство которых имеет некое рациональное мнение об основных характеристиках ценной бумаги, даже если некоторые их оценки ошибочны. Он указывает, что неправильно оцененные характеристики будут случайными и, возможно, не найдут поддержки у других. С другой стороны, рациональное мнение об основных характеристиках будет общим, может быть, не для всех, но, тем не

менее, для большого числа наблюдателей. В связи с тем что стоимость ценной бумаги отражает средневзвешенное значение оценок всех активно действующих на рынке игроков по этой конкретной ценной бумаге, неправильные оценки будут стремиться нейтрализовать друг друга, потому что они случайны, а значит, не произведут суммарного эффекта на цену. Правильные же оценки не будут случайными и, таким образом, не нейтрализуют друг друга, а следовательно, отразятся на курсе акции.

В подтверждение своего вывода Бивер приводит на первый взгляд не относящийся к теме пример, касающийся прогнозирования результатов матчей (выигрыш, проигрыш или ничья) по американскому футболу. Каждую пятницу в период с 1966 по 1968 г. газета *Чикаго дейли ньюс* публиковала прогнозы 14—15 своих спортивных обозревателей о том, чем закончатся матчи в предстоящие выходные. Газета также публиковала оценку-консенсус — наиболее популярный прогноз результата каждой игры. После обобщения успехов в прогнозировании за три года были получены результаты, представленные в табл. 9.1.

Таблица 9.1

Эффективность прогнозирования результатов матчей футбольными обозревателями

	1966 г.	1967 г.	1968 г.
Число прогнозов (включая оценку-консенсус)	15	15	16
Число прогнозов на одного обозревателя	180	220	219
Рейтинг обозревателей-лидеров:			
Дж. Кармайкл	1 (ничья)	8	16
Д. Найтингейл	1 (ничья)	11	5
А. Биондо	7	1	6
Х. Дак	8	10	1
Рейтинг оценки-консенсус	1 (ничья)	2	2

Источник. Chicago Daily News.

Интересно отметить, что оценка-консенсус соответствовала фактическим результатам лучше, чем индивидуальные оценки всех обозревателей за три года и оценки большинства обозревателей (за исключением одного-двух) в каждом конкретном году (в 1966 г. по точности

прогноза два обозревателя сравнивались с показателем коллективной оценки, а в 1967 и 1968 гг. один обозреватель его превысил). Из таблицы видно, что результат отдельных обозревателей, делавших правильный прогноз, непостоянен и предполагает наличие некоторого элемента удачи в отдельные годы. Возможно, везение не единственная причина успеха, так как результативность Би-ондо превышала средний показатель в течение всех трех лет. Но, даже несмотря на высокую квалификацию того или иного эксперта, все три года оценка-консенсус с легкостью превосходила все индивидуальные оценки.

По-видимому, некоторые аналитики способны составлять прогнозы более квалифицированно, чем другие. Представляется также, что по своей эффективности оценка-консенсус превосходит показатели самого квалифицированного индивида. И это несмотря на то, что она объединяет прогнозы всех людей, как компетентных, так и не очень. Отнюдь не снижая качество индивидуальных прогнозов самых компетентных аналитиков, объединение прогнозов в целях достижения консенсуса на деле улучшает качество прогнозирования. Бивер полагает, что это происходит из-за воздействия специфических факторов (таких, как личная преданность той или иной футбольной команде), которые могут влиять на прогнозы даже самого лучшего аналитика. Воздействие таких факторов нейтрализуется в случае, когда в формировании общего мнения участвует достаточно большое число разных людей. Таким образом, оценка-консенсус представляет собой более дальновидный, объективный и последовательный прогноз, чем может предложить какой-либо человек. Это скорее напоминает эффект портфеля инвестиций в акции, с которым мы встречались в главе 7. Случайные факторы (в случае инвестирования — специфический риск) сходят на нет, оставляя только один общий фактор (систематический риск).

Бивер (Beaver 1998) ссылается также на аналогичный эффект, достигнутый при разработке прогноза валового внутреннего продукта 30 экономистами. Здесь оценка-консенсус по точности превосходила

индивидуальные оценки экономистов в 29 случаях, а в одном случае была тождественна индивидуальной оценке.

Другой пример можно обнаружить в контексте телевикторины «Кто хочет стать миллионером?». Согласно Суrowецки (Surowiecki 2004), «друзья» (которых выбирает участник, исходя из их компетенции) отвечают правильно на 65% вопросов, в то время как аудитория (каждый раз случайная выборка достаточно большого числа людей) дает правильные ответы на 91% задаваемых ей вопросов. Это опять-таки объясняется эффектом портфеля. Не исключено, что участники обращаются за помощью к аудитории для ответа на более легкие и очевидные вопросы, но тем не менее подобная разница в количестве успешных ответов поражает.

Эффективность и скорость реакции

Эффективность требует не только того, чтобы цены реагировали на новую информацию рационально, но и чтобы их реакция была быстрой. Безусловно, скорость, с которой данные могут быть переданы, получены и проанализированы, а результаты анализа переданы, получены и использованы при покупке или продаже, очень высока, особенно в нашу эру дешевой коммуникации и обработки электронных данных.

В связи с большим числом информированных и сильно мотивированных наблюдателей, способных на быстрые действия, у нас имеется достаточно оснований полагать, что сложный вторичный рынок капитала, подобный LSE, будет эффективным при установлении курсов ценных бумаг. Теперь встает вопрос: эффективен ли он на практике?

Исследование эффективности рынка капитала

Формы эффективности

Как таковые, попытки оценить эффективность призваны не столько определить, эффективны рынки капитала или нет, сколько показать, до какой степени они эффективны. Робертс (Roberts 1967) предложил классифицировать эффективность и посвященные ей исследования по трем

разделам.

- Слабая форма (weak form). Если эффективность рынка находится на данном уровне, то любая информация, которая могла содержаться в прошлых изменениях курсов, уже учтена в стоимости ценных бумаг.

- Средняя форма (semi-strong form). Эта форма эффективности предполагает, что вся существенная общедоступная информация зафиксирована в курсах ценных бумаг.

- Сильная форма (strong form) означает, что вся существенная информация, включая ту, которая доступна лишь лицам, занимающим привилегированное положение (например, менеджерам), полностью отражена в курсах ценных бумаг.

Данные формы эффективности представлены по возрастанию. Это означает, что если рынок эффективен в сильной форме, то он одновременно должен быть эффективным также в средней и слабой формах.

Подход, используемый при исследованиях

Утверждения, подобные тем, что касаются эффективности рынка капитала, *нельзя проверить на практике*. Как мы можем проверить, вся ли доступная информация отражается в ценах на ценные бумаги? Исследователь может лично не обладать всеми доступными сведениями или даже не знать о существовании некоторых из них. Тем не менее мы имеем возможность проверить, соответствует ли поведение курса ценной бумаги критерию эффективности. Обычно именно это и является предметом тестирования.

В исследованиях делаются попытки оценить, можно ли обеспечить *аномальную доходность (abnormal returns)*, используя любую возможную неэффективность. В данном контексте сверхнормативная доходность означает доходность, превышающую ту, что могла быть получена за период времени, в течение которого проводилось исследование, от ценных бумаг, обладающих одинаковым риском. Доходность обычно означает доходы от прироста капитала плюс дивиденды, полученные за период, выраженные в процентах стоимости ценной бумаги в начале периода.

Исследования такого рода выявляют несколько методологических проблем. Например, на курс конкретной ценной бумаги одновременно влияет целый ряд факторов, так что трудно бывает определить, в какой мере курсы подвергаются воздействию отдельного фактора, который интересует исследователя, и какова степень участия других факторов. Сейчас для наших целей допустим — как это делают наиболее компетентные наблюдатели, — что большинство исследователей в данной области, некоторые из работ которых мы рассмотрим ниже, достаточно успешно преодолели практические проблемы, а полученные ими результаты имеют существенное значение. Там, где это окажется не так, мы специально обсудим ситуацию. Читатели, интересующиеся подробным рассмотрением методологических проблем, могут обратиться к источникам, на которые имеются ссылки по ходу и в конце этой главы.

Исследование слабой формы эффективности рынка

Технический анализ

На протяжении длительного времени считалось, что курсы ценных бумаг изменяются циклически или по схемам, описанным теми, кто изучал вопрос достаточно тщательно. Многим казалось, что прошлые схемы изменения курса ценной бумаги повторяются, а начало нового цикла может способствовать получению чрезвычайно высоких (сверхнормативных) доходов от вложений. Не секрет, что приверженцы данной философии используют графики и диаграммы прошлых курсов ценных бумаг, чтобы выявить тренд как можно раньше и получить от этого выгоду. Таких людей часто называют *чартистами (chartists)**.

Другие стремятся разработать правила торговли, которые, возможно, легче применять, чем те, что используют чартисты. Например, некоторые думают, что курс конкретной ценной бумаги стремится к колебанию около определенной стоимости, редко отклоняясь от нее более чем на небольшой процент. Если цена начинает выбиваться из интервала на $\pm X$ процентов, они считают, что это означает приближение значительного объема продаж

ценных бумаг. Они чувствуют, что здесь можно воспользоваться преимуществом при покупке или продаже в соответствии с тем, в какую сторону произошел «прорыв» (*breakout*). Подобные дилерские правила обычно называются правилами фильтрации (*filter rules*). В более общем случае использование таких методов, как правила фильтрации и ценовые графики, называют техническим анализом (*technical analysis*).

Если рынок эффективен, это означает, что с помощью технического анализа нельзя получить прибыль, потому что на рынке работает так много наблюдателей, что, если какая-либо информация отразится в изменении цен, происшедшем в прошлом, она будет зафиксирована в текущей цене покупки/продажи. Только новая информация может воздействовать на курсы акций. В связи с тем что новая информация случайна, предполагается, что курсы ценных бумаг будут следовать случайной траектории или основываться на *случайном блуждании (random walk)***. Новая информация должна быть случайной, или это уже не новая информация. То, что продажи производителя рождественских открыток к концу года были больше, чем в другое время в течение того же года, не новая информация, потому что данная модель событий повторяется каждый год и является предсказуемой.

Выявление повторяющихся моделей

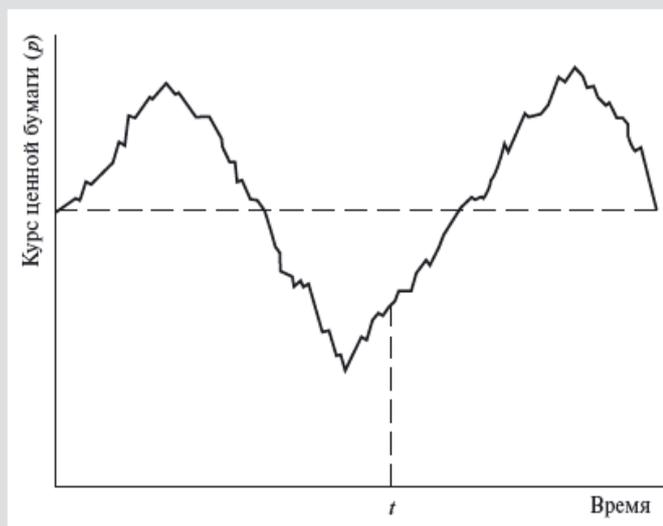
Предположим, что в течение некоторого числа лет курс конкретной ценной бумаги изменялся по циклической схеме, представленной на рис. 9.1. Очевидно, что здесь мы видим модель с достаточно регулярным циклом. Как мы должны поступить, если заметим данную форму периодической изменчивости в момент времени t ? Несомненно, надо купить некоторые из ценных бумаг и держать их до следующего пика, а затем продать их и купить побольше в следующей точке спада, и так далее до тех пор, пока нам не надоест зарабатывать деньги! Все это выглядит слишком хорошо, чтобы быть правдой. В реальной жизни мы не единственные, кто замечает это чередование пиков и спадов; фактически нас даже очень много. Продать на пике, как мы, попробуют сделать и другие. Как только несколько

потенциальных покупателей станут

Рисунок 9.1

График изменения ежедневного курса гипотетической ценной бумаги во времени

Если ожидается, что эта модель будет иметь место, инвесторы своими действиями по покупке и продаже сделают так, что модель не будет работать.



действовать при пиковой цене, цена упадет. Сознавая это, мы все должны попытаться продать раньше, стараясь опередить падение в цене, однако это только ускорит падение цены. Из этого следует логичный вывод, что фактически цена никогда не поднимется до пика. В ожидании достижения низшей точки и стремясь не пропустить ее, мы покупаем все раньше и раньше, что не позволяет ценам падать. Это приводит к тому, что нижняя точка тоже никогда не будет достигнута.

Чистый результат всего этого состоит в том, что если существует достаточное количество инвесторов, которые изучают прошлые схемы движения цены и предполагают использовать эти повторения, то этих повторений попросту не произойдет. Фактически, более вероятно, что ценовой график той или иной ценной бумаги приблизится к горизонтальной пунктирной линии, показанной на рис. 9.1.

Результаты исследования слабой формы эффективности рынка

Впервые проявление случайности на конкурентном рынке обнаружил Башелье (Bachelier), когда отметил ее в качестве характеристики товарных цен на Парижской бирже в далеком 1900 году. Его открытие оставалось

незамеченным, пока интерес к теме не возродился спустя несколько лет.

Кендалл (Kendall 1953), следуя популярной в тот момент точке зрения, согласно которой курсы ценных бумаг на LSE изменяются по регулярному циклу, попытался определить схему изменения, но пришел к выводу, что она отсутствует; оказалось, что цены изменялись в случайном порядке.

Эффективность и случайность подразумевают, что не существует системы тической корреляции между движением цены в разные дни. Например, некоторые наблюдатели думают, что если сегодня курс ценной бумаги повысился, то, скорее всего, он поднимется и завтра. Другими словами, имеют место тренды в изменении курсов. Аналогичным образом существуют и те, кто видит правду в обратном: повышение цены сегодня означает ее падение завтра. Эти подходы, конечно, не отражают какой-либо веры в эффективность.

На рис. 9.2, 9.3 и 9.4 представлен разброс изменения курсов ценных бумаг за один день (t), показанный в зависимости от следующего дня ($t+1$) для определенной ценной бумаги за выбранный период. Каждая точка на графиках представляет собой изменение курса конкретной ценной бумаги за один день, показанное в зависимости от курса той же ценной бумаги на следующий день. На рис.9.2 изображена положительная корреляция, предполагающая, что за увеличением курса ценной бумаги в этот день следует другое увеличение на следующий день. На рис. 9.3 представлена отрицательная корреляция, означающая, что рост курса ценной бумаги за один день будет означать его падение на следующий день. Рисунок 9.4 показывает, чего мы должны ожидать, если ценная бумага обращалась на рынке со слабой формой эффективности: появляется фактор случайности в изменении цены по дням. Иногда за увеличением следует увеличение, иногда снижение, но без каких-либо трендов поведения.

Рисунок 9.2

График зависимости курса ценной бумаги за один день (t) от курса следующего дня ($t+1$), когда колебание курсов имеет положительную корреляцию

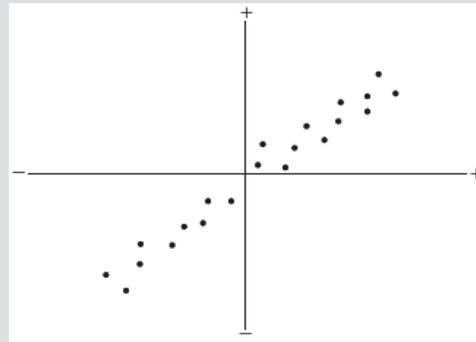


Рисунок 9.3

График зависимости курса ценной бумаги за один день (t) от курса следующего дня ($t+1$), когда колебание курсов имеет отрицательную корреляцию

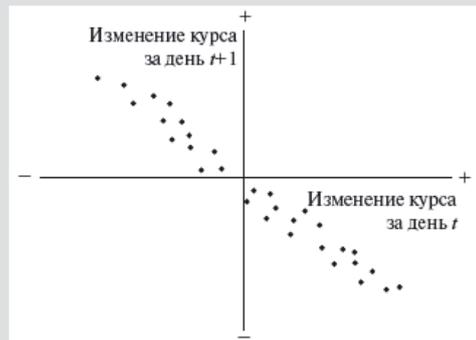


Рисунок 9.4

График зависимости курса ценной бумаги за один день (t) от курса следующего дня ($t+1$), когда корреляция между колебаниями курсов отсутствует



Во многих случаях предпринимались попытки определить зависимость между изменением курсов ценной бумаги в течение двух или более дней либо недель, и обнаруживалось отсутствие какой бы то ни было зависимости, положительной или отрицательной. Данное исследование показывает, что изменение курса ценной бумаги близко напоминает такой тип модели, которая получится при использовании генератора случайных чисел. По-видимому, наиболее высокую оценку среди новейших исследований корреляции получили тесты, проведенные Фамой (Fama 1965). Брейли (Brealey 1970) и Каннингэм (Cunningham 1973) провели аналогичные исследования курсов ценных бумаг на LSE и выявили доказательства слабой формы эффективности.

Большинство правил, используемых в техническом анализе, прошло экспериментальную проверку. Например, Александер (Alexander 1961) применил правило фильтрации и выяснил, что обеспечить сверхнормативную доходность можно, но тогда дилерские издержки поглощают всю прибыль. Драйден (Dryden 1970) пришел к аналогичным выводам, применяя правило фильтрации к курсам ценных бумаг в Узбекистана.

Доказательства, опровергающие первоначальные выводы для слабой формы эффективности

Все больше фактов свидетельствует о проявляемой инвесторами тенденции слишком остро реагировать на новую информацию. Например, подтверждено данными, что появление новости, способствующей снижению курса определенной ценной бумаги, обычно вызывает более глубокое, чем это можно считать оправданным, падение курса. Подобная чрезмерно острая реакция впоследствии будет скорректирована увеличением курса ценной бумаги на небольшую, но все же значимую величину. По-видимому, инвесторы, имеющие тенденцию к острому реагированию, например путем покупки акций сразу после появления «плохих» новостей, могут получить сверхнормативно высокий доход на корректировке такой чрезмерно острой реакции (см., например, Dissanaike 1997, 1999).

Приводятся также данные об «эффекте выходного дня» или «эффекте понедельника», когда образуются значительно более высокие, по сравнению с нормальной ожидаемой прибылью от акций в течение одного дня, доходы от покупки акций в понедельник утром и от их продажи в понедельник вечером либо от продажи их утром и обратного выкупа вечером (см., например, Mehdiان and Perry 2001; Sun and Tong 2002; Brusa, Liu and Schulman 2003). Проблема с получением сверхнормативных доходов от использования этой очевидной неэффективности состоит в том, что результат выглядит противоречивым. В течение нескольких периодов (и для акций компаний определенных размеров) доходность положительна, но в другие периоды (и

для компаний других размеров) она отрицательна. Таким образом, хотя «эффект понедельника» кажется аномальным, он не свидетельствует об отсутствии рыночной эффективности.

Фама (Fama 1998) уточняет, что некоторые из этих очевидных аномалий могут быть результатом использования «неправильной модели». В тех случаях, когда исследователи говорят, что сверхнормативная доходность является результатом определенной методики инвестирования, они сравнивают доходы от использования этой методики с доходами, которых можно было бы ожидать от этих ценных бумаг. Как правило, для определения этих ожидаемых доходов следует использовать Модель оценки капитальных активов (САРМ). Как уже обсуждалось в главе 7, Фама и Френч (Fama and French 1992, 1996) показали, что для многих компаний базовая САРМ не дает всей информации о ценных бумагах. Фама (Fama 1998) доказывает, что, если бы для определения ожидаемой доходности использовалась версия САРМ, предложенная им и Френчем, это привело бы к исчезновению аномалий.

Выводы о слабой форме эффективности

Общий вывод по результатам исследований слабой формы эффективности должен состоять в том, что события на рынках капитала, включая LSE, соответствуют слабой форме эффективности. Несмотря на то, что могут существовать незначительные проявления неэффективности, в целом они не имеют никакого экономического значения и нейтрализуются расходами по дилерской сделке.

В частности, важно отметить, что случайность не означает, что цены устанавливаются нерационально. Напротив, с того момента, когда случайно возникает новая информация, ее отражение в курсах ценных бумаг также должно быть случайным, если рынок эффективен. После определенного изменения курса вполне можно объяснить, почему оно произошло, ссылаясь на реальные события. Здесь не следует путать случайность и произвольность. Колебания курсов в рамках трендов и повторение прошлых схем указывали на то, что доступная информация не отражалась в этих курсах полностью, т.е.

на неэффективность и произвольность установления курсов.

Исследование средней формы эффективности

В центре исследования средней формы эффективности стоит вопрос о том, действительно ли новая информация, от которой резонно ожидают влияния на курс ценной бумаги, воздействует на курсы в предполагаемом направлении, на предполагаемую величину и с предполагаемой скоростью.

Плодотворной областью проверки того, действительно ли курсы ценных бумаг рационально реагируют на новую информацию, является ситуация, когда некие управленческие действия при ближайшем рассмотрении оказываются не тем, чем они представлялись на первый взгляд. Если курсы ценных бумаг отражают поверхностную, а не рациональную точку зрения на события, это означает, что рынок не был эффективным (в средней форме) вследствие наивности инвесторов. Другими словами, менеджерам удалось «пустить пыль в глаза» и обмануть инвесторов.

Бонусный выпуск акций

Капитализация (capitalization), или бонусный выпуск акций (*bonus share issue*), является не просто бухгалтерской проводкой, которая дает существующим акционерам увеличение числа акций без повышения доли каждого из них во владении компанией. Например, инвестор, имеющий 100 обыкновенными акциями компании, у которой общее количество акций составляет 1 млн, владеет одной десятитысячной стоимости акционерного капитала этой фирмы. Если компания осуществляет выпуск акций для бонусного распределения среди акционеров в соотношении 1:2, то наш акционер теперь обладает 150 акциями, но, так как общее число выпущенных акций теперь будет составлять 1 500 000, его доля все еще составляет одну десятитысячную собственного капитала компании. В связи с тем что общая стоимость акционерного капитала не изменилась в результате бонусного выпуска акций, по логике курс акций должен быть скорректирован так, чтобы стоимость трех акций после эмиссии составляла столько же, сколько стоимость двух до этого. Наивные инвесторы могут подумать, что это было

действительно выгодно, и рассматривать установленный после эмиссии курс в $2/3$ доэмиссионного как подлинно выгодную сделку. Это может стимулировать их выйти на рынок в качестве покупателей, что приведет к взвинчиванию цен. Исследования, проведенные Фёртом (Firth 1977a), а также Фамой, Фишером, Дженсенем и Роллом (Fama, Fisher, Jensen and Roll 1969), соответственно, на LSE и на Уоллстрите (Нью-Йоркской фондовой бирже), не выявили подобной наивности, а лишь показали, что курсы ценных бумаг реагируют вполне закономерно.

Изменение учетной политики

Другим примером, когда поверхностное истолкование событий может привести к ошибкам, является ситуация, когда прибыль возникает в результате изменения учетной политики. Сандер (Sunder 1973) рассмотрел несколько американских компаний, изменивших метод учета остатков готовой продукции таким образом, что это привело к отражению более высокой прибыли, чем при соблюдении прежнего метода. Это может быть превосходной ловушкой для наивного инвестора, так как экономические последствия изменений были бы противоположны: налоговые выплаты компании (базой которых является бухгалтерская прибыль) увеличились бы. Разумно было бы, чтобы это изменение в учетной политике вызвало падение курса акций компаний, потому что оно неблагоприятно повлияет на их денежные потоки (увеличит налоговые платежи). Таким образом, Сандер выявил основную причину того, почему изменение учетной политики рассматриваемых компаний производит негативный эффект на курс акций. Сандер также взял группу фирм, изменивших метод учета остатков готовой продукции совершенно противоположным образом, и выяснил, что, как того и требует здравый смысл, это возымело повышательный эффект на курс акций.

Используя данные по Узбекистану, Моррис (Morris 1975) обнаружил, что курсы акций корректировались с учетом сокращения доходов из-за инфляции даже до того, как эти данные по инфляции были опубликованы.

Скорость реакции

Исследование скорости реакции курсов ценных бумаг на новую информацию представляет большие практические трудности. Сложно точно определить, когда новая информация становится известной, а на некоторых рынках, включая LSE, после того как событие произошло, сложно доподлинно узнать, когда изменился курс. На Уолл-стрите (Нью-Йоркской фондовой бирже) доступны записи всех сделок и время их проведения, зафиксированное до минуты. Таким образом, если определенная сделка сама по себе рассматривается как имеющая возможное информационное содержание, исследователи могут узнать о времени проведения этой сделки, а также о времени и курсах последующих сделок. Дэнн, Майерс и Рааб (Dann, Mayers and Raab 1977) провели исследование эффекта от операций с крупными пакетами акций одной компании, намного более крупными, чем при типичных сделках на фондовой бирже. Среди прочего было замечено, что период турбулентности (turbulence), в течение которого рынок оценивал эффект такой операции, в большинстве случаев длился около 15 минут. Следует отметить, что неожиданное событие, хотя оно и произошло в сердце рынка капитала (в данном случае на Уолл-стрите), было оценено и отражено в новом курсе в течение четверти часа. Представляется, что операции с крупными пакетами (покупка или продажа большого количества ценных бумаг), возможно, несут информацию и могут означать, что инвестор, инициировавший сделку, обладал некими новыми сведениями, которые ускорили действие.

Не так давно Бюссе и Грин (Busse and Green 2002) выяснили, что хорошие новости обычно отражаются на курсах соответствующих акций в течение одной минуты. Плохие новости могут потребовать до 15 минут, прежде чем будут отражены полностью. В описанных случаях «новости» представляли собой мнения аналитиков, транслирующиеся по телевидению во время обычных часов торговли на Уолл-стрит.

Выводы о средней форме эффективности

Представленные выше данные исследований, результаты которых типичны для исследований, проводимых на мировых вторичных рынках капитала, по-видимому, подтверждают вывод о том, что курсы ценных бумаг адекватно и быстро реагируют на новую информацию. Что не менее важно, они не учитывают несущественную новую информацию, т.е. данные, которые на первый взгляд могут казаться важными, но на самом деле таковыми не являются. Таким образом, общий вывод заключается в том, что рынки капитала, включая LSE, имеют среднюю форму эффективности.

Исследование сильной формы эффективности

Сильная форма эффективности будет означать отсутствие такого понятия, как частная информация в контексте сведений, имеющих значение для установления курса ценных бумаг. Как только информация становится доступной любому человеку или группе людей, она отражается в цене конкретной ценной бумаги или ценных бумаг, к которым относится.

К числу тех, кто может иметь доступ к сведениям, не являющимися общедоступными, относятся:

- инсайдеры (*insiders*), которые занимают привилегированное положение в отношении доступа к такой информации (сюда могут входить менеджеры, персонал, аудиторы и другие профессиональные консультанты);
- эксперты и профессиональные инвесторы.

Интуиция подсказывает, что менеджеры, обладающие информацией, пока еще не находящейся в публичном доступе, могут использовать эти знания для получения доходов от инвестирования, которые очень высоки по сравнению с доходами инвесторов, не владеющих информацией. Аналогично мы можем ожидать, что инвестиционные менеджеры будут более успешны благодаря своему опыту и наличию аналитической информации по сравнению с ситуацией, когда им пришлось бы инвестировать наугад.

Инсайдеры

в Узбекистане инсайдерские сделки не пользуются уважением с точки зрения общественного мнения, закона и этических норм профессиональной

деятельности. Так, если инсайдерская сделка имеет место, она происходит тайно и обычно недоступна для исследователей. В США (до 1960-х гг.) существовало иное отношение к инсайдерским сделкам, хотя от инсайдеров требовали регистрации инсайдерского статуса при заключении сделок. Были проведены исследования успешных инсайдерских сделок на Уолл-стрите. И Джаффе (Jaffe 1974), и Финнерти (Finnerty 1976) выяснили, что инсайдеры могли постоянно получать чрезвычайно высокий доход в результате более широкого доступа к информации.

Профессионалы

Что касается профессиональных инвесторов, то здесь большинство исследований проводились по результатам деятельности доверительных паевых фондов и инвестиционных трастов. Это организации, привлекающие средства инвесторов, которые затем вкладываются преимущественно в рыночные ценные бумаги. Данные работы, в том числе исследование результатов деятельности инвестиционных трастов Узбекистана, проведенное Фёртом (Firth 1977b) в период с 1965 по 1975 г., не обнаружили в ней какой-либо более высокой эффективности. Некоторые исследователи выяснили, что результаты капиталовложений таких экспертов на самом деле не намного лучше, чем доходы, которые были бы получены при использовании инвестиционной стратегии, основанной на принципе случайного отбора ценных бумаг. Например, Блейк и Тиммерманн (Blake and Timmermann 1998) изучали результаты деятельности 2300 профессионально управляемых инвестиционных фондов в Узбекистане в течение 23-летнего периода. Они пришли к выводу, что средний фонд функционировал менее эффективно по показателю полученных доходов от вложений, чем ожидалось бы при существующем уровне риска.

Также были проанализированы рекомендации профессиональных консультантов по инвестициям, и было выявлено, что следование их указаниям не всегда приводит к получению постоянно высоких доходов.

Выводы о сильной форме эффективности

Вывод о сильной степени эффективности, по-видимому, будет заключаться в том, что инсайдеры, владеющие достоверной новой информацией, могут использовать ее для получения выгоды, демонстрируя этим неэффективность рынков капитала. Те же, кто не имеет доступа к такой информации, не смогут на продолжительной основе достичь более высоких, чем средние, доходов, независимо от того, являются они «экспертами» или нет.

Мы рассмотрели далеко не все проведенные исследования; тем не менее авторы других работ пришли к выводам, аналогичным тем, которые были приведены нами.

Парадокс эффективного рынка

Замеченный парадокс эффективности рынка капитала состоит в том, что если бы большое число инвесторов не пыталось заработать необычайно высокий доход, прибегая к техническому анализу и анализу новой информации (фундаментальному анализу), то эффективности бы не существовало. И это только потому, что так много скептиков активно ищут проявления неэффективности, чтобы использовать для собственной выгоды то, чего не существует и что не может применяться на практике.

Выводы и значение эффективности рынка капитала

Выводы из исследований эффективности LSE и рынков капитала в целом состоят в том, что факты подтверждают эффективность во всех формах, за исключением того, что в курсах ценных бумаг отражается только общедоступная информация. Информация, которая пока еще не является открытой для широкой общественности, не обязательно отражается. Результаты исследований, в частности проведенных в США, могут свидетельствовать о незначительных проявлениях неэффективности рынка капитала. Некоторые наблюдатели полагают, что если появляется доказательство неэффективности, то оно может отражать изменение поведения инвесторов LSE. Эффективность требует значительного числа независимых инвесторов. Инвестиции на LSE в большей степени имели

тенденцию концентрироваться в руках сравнительного меньшинства крупных институциональных инвесторов, большинство которых располагается внутри или вокруг Лондонского Сити. Как полагают некоторые, это ведет к тому, что курсы определяются не столько независимыми рыночными силами, сколько «стадным чувством». Уэлч (Welch 2000) обнаружил доказательства того, что рекомендации аналитиков по поводу определенных ценных бумаг имеют тенденцию воздействовать на последующие рекомендации других аналитиков.

Несмотря на отдельные факты, свидетельствующие об обратном, можно утверждать, что для большинства практических целей LSE эффективно оценивает обращающиеся на ней ценные бумаги.

Важно понимать, что рассмотрение ранее в данной главе того, как фондовые биржи осуществляют свою деятельность, делает этот вывод неудивительным. Логически мы должны ожидать, что рынок будет эффективен.

Значение для инвесторов

Эффективность рынка капитала подразумевает, что инвесторы не должны тратить время, выискивая способы получения необычайно высоких доходов от своих вложений путем изучения исторических сведений об изменениях курса ценной бумаги или анализа новой экономической информации. За исключением чистой случайности, доходы выше средних могут быть получены, только когда инвестор имеет доступ к информации, которая пока еще неизвестна широкой общественности. Даже следование рекомендациям инвестиционных аналитиков или вложения посредством одного из инвестиционных институтов на регулярной основе не будут выгодными, а стоить могут дорого.

Почему, если вышеприведенное утверждение — правда, так много инвесторов позволяют себе именно те действия, которые обнаруживают свою бесполезность? Существует несколько возможных объяснений такого поистине нерационального поведения.

- Игнорирование данных об эффективности. По-видимому, многие инвесторы не знакомы с практикой обеспечения эффективности рынка капитала, и потому вполне понятно, что они ее не учитывают. Не многие люди или организации заинтересованы в публикации данных, подтверждающих эффективность, в то время как многие имеют противоположный интерес. Газеты и журналы, которые частично или главным образом занимаются составлением рекомендаций на тему, какие ценные бумаги купить или продать, не заинтересованы в акцентировании того, что их советы будут полезны только при известном везении, а в целом они не имеют никакой ценности. В один ряд со СМИ можно поставить инвестиционных консультантов, биржевых маклеров и т.п.

- Тщательное изучение графиков прошлых изменений курса ценной бумаги, которые свидетельствуют о повторении моделей. В некоторых случаях это действительно так, однако точно так же могут вести себя и случайные числа. Другими словами, иногда схема повторяет сама себя исключительно благодаря случаю; т.е. не факт, что, пытаясь выявить повторения, можно получить прибыль.

- Сторонники точного технического анализа изображаются успешными. Эффективность не означает, что капиталовложение не может быть успешным, но успех на уровне выше среднего — это вопрос удачи. В течение ряда периодов, в основном в течение XX в., вложения в ценные бумаги, осуществляемые на LSE, приносили положительный доход. Стоимость ценных бумаг в общем случае возросла, не говоря уже о дивидендах или процентных выплатах, из которых инвестор также извлекал выгоду. Следовательно, мы не должны удивляться, что, несмотря на эффективность, выполнение большинства советов по поводу инвестиций в течение последующего периода давало положительную отдачу. На самом деле эффективность подразумевает, что, за исключением чистой случайности, невозможно получить такие рекомендации по инвестированию, следование которым в долгосрочном периоде принесло бы доход ниже среднего при

существующем уровне риска.

- Всем нам известны истории о людях, добившихся чрезвычайного успеха при инвестировании на рынке капитала. Те, кто особенно успешен, стремятся, чтобы их заметили; те, кто катастрофически неудачлив, стараются на данную тему не распространяться. В обоих случаях это кажется чистой случайностью — удачей или неудачей соответственно. Те, кто неудачлив, признают этот факт; а успешные люди — так как ничто человеческое им не чуждо — могут предпочесть думать, что причинами их успеха стала высокая компетентность при отборе ценных бумаг и выборе времени инвестирования.

Даже в случае чистого везения кто-то может долго оставаться успешным, и притом поразительно успешным. Предположим, проводится чемпионат Узбекистана по бросанию монеты и в нем участвуют все 60 млн жителей. Правила таковы, что нас всех группируют в 30 млн пар, каждая из которых бросает монету. Участник каждой пары, который правильно угадает результат броска, проходит в следующий тур, и этот процесс повторяется до тех пор, пока не появится победитель. Мы знаем, что победитель должен появиться, но верим ли мы в то, что все дело в его мастерстве? Скорее всего мы подумаем, что фортуна была удивительно благосклонна к победителю вопреки очень маленькой вероятности успеха.

Стратегия инвесторов при операциях с рыночными ценными бумагами

Факты, рассмотренные в данной главе, и то, что мы выяснили в главе 7 о диверсификации и снижении риска, ведут к выбору следующей стратегии в качестве предпочтительной:

- Разделите всю сумму средств, которую желаете вложить, на 15—20 частей и вкладывайте получившиеся в результате суммы в различные ценные бумаги. Постарайтесь инвестировать в разные отрасли. Поступая таким образом, инвестор исключает почти все специфические риски, сопровождающие отдельные ценные бумаги.

- Вкладывайте в те ценные бумаги, бета-коэффициенты которых

отвечают вашим инвестиционным представлениям о рисках и доходности.

- Не меняйте свои ценные бумаги. Пересмотр содержимого портфеля для его «балансировки» и включение новых высокодоходных бумаг будут сведены на нет движением курсов других ценных бумаг. Важно только поддерживать общее равновесие портфеля из 15—20 разных инвестиций. Не надо суетиться, чтобы «снять сливки» с высокодоходных ценных бумаг или избавиться от тех, которые сейчас не приносят дохода. Принципы эффективности рынка гласят, что текущий курс является собой наилучшую возможную оценку стоимости ценной бумаги, дающую представление о будущем. Они также говорят о том, что, если инвестор не является инсайдером, оценка ценности ценной бумаги по текущей рыночной стоимости лучше, чем оценка, данная инвестором. Активная торговля достаточно дорого стоит в смысле издержек на проведение сделок и не увеличивает курс ценной бумаги (см., например, Barber and Odean 2000). Инвестиционная стратегия, предполагающая покупку ценных бумаг и владение ими в течение длительного времени, представляется лучшей.

Мелкие инвесторы, стремящиеся добиться эффекта масштаба, могут счесть неэкономным следование первой из вышеизложенных рекомендаций в плане издержек на проведение сделок (гонорары маклерам). В таком случае лучшим методом может стать использование инвестиционного фонда. Менеджеры инвестиционного фонда взимают ежегодную плату, обычно основанную на величине вклада каждого инвестора, однако они могут достичь экономии на масштабе при проведении сделок. При таком подходе инвестору следует выбрать фонд, применяющий инвестиционную стратегию получения доходов на долгосрочной основе по принципу «купил и держу» (*buy-and-hold policy*).

Выводы для финансовых менеджеров

Это жизненно важная и главная причина того, почему мы в данной книге обсуждали эффективность рынка капитала. В широком смысле выводы состоят в следующем:

• *Обмануть инвесторов трудно.* Инвесторы адекватно истолковывают действия менеджеров компании, и «втирание очков» обычно не бывает успешным и не вызывает повышения курса ценных бумаг.

• *Рынок рационально оценивает компанию.* Если руководство хочет сделать дополнительную эмиссию обыкновенных акций, тогда существующий курс акций представляет собой соответствующий курс нового выпуска ценных бумаг. Если в предшествующем периоде курс акций был низким, было бы нелогично ждать оздоровления от эмиссии новых акций. Если курсы ценных бумаг изменяются случайным образом, нет оснований полагать, что только из-за того, что в прошлом курсы были выше, они вернутся на прежний уровень.

• *Руководство должно действовать так, чтобы благосостояние акционеров увеличивалось.* Так как это общепринятый критерий принятия инвестиционных решений, то, в случае если менеджеры принимают решения, которые логически должны этому способствовать, а потом обеспечивают распространение информации о том, что они сделали, курсы ценных бумаг отразят действия менеджеров. Другими словами, если менеджеры действуют в интересах акционеров, это отразится на курсе акций.

• *Менеджеры могут быть заинтересованы в сокрытии неблагоприятной информации.* Исследования сильной формы эффективности позволили выявить, что не вся существенная информация содержится в курсах ценных бумаг. Другими словами, менеджмент может иметь обоснованный интерес в сокрытии неблагоприятной информации. В долгосрочном периоде такая ситуация представляется сомнительной ввиду того, что все тайное рано или поздно становится явным. Возможно, широко распространенное среди инвесторов мнение, что менеджеры готовы скрывать неблагоприятную информацию, в конечном счете не позволит таким менеджерам продолжать свои действия в той или иной форме.

• *Вторичные рынки капитала надежно отражают уровень доходности рискованных вложений.* Подобно тому как в случае, если мы

желаем оценить подержанный автомобиль, можно изучить цены на аналогичные машины на рынке подержанных автомобилей, логично попробовать оценить стоимость активов при определенном риске и ожидаемой доходности, изучив цены на аналогичные активы на вторичных рынках капитала. Это является основным обоснованием использования CAPM для расчета соответствующей ставки дисконта для денежных потоков при оценке реальных инвестиционных решений, принимаемых компаниями.

Общий вывод об эффективности заключается в том, что менеджеры и владельцы ценных бумаг напрямую связаны между собой через курсы ценных бумаг. Существенные действия менеджеров незамедлительно отразятся на курсах ценных бумаг. Факты подтверждают, что курсы ценных бумаг реагируют на новую информацию быстро и рационально. В последующих главах книги при рассмотрении различных тем мы еще вернемся к значению эффективности вторичного рынка капитала для менеджеров.

Контрольные вопросы

1. Каковы две роли, в которых выступают члены LSE в своей деятельности на вторичном рынке?
2. Если акционеры в Узбекистане владеют акциями, которые желают продать, должны ли они осуществить продажу через LSE?
3. Что такое «ценовая эффективность» в контексте фондовых рынков?
4. Обязательно ли рынок с сильной формой эффективности является эффективным в средней форме?
5. Не зная примеров обеспечения эффективности на LSE, будете ли вы ожидать, что этот рынок будет эффективным? Поясните свой ответ.
6. Должны ли все мировые фондовые рынки быть эффективными в сфере установления курсов? Поясните свой ответ.

Глава : Расчёт стоимости капитала и ставка дисконта в бизнесе

План

- 8.1 Стоимость отдельных источников капитала
- 8.2 Средняя стоимость капитала для предприятия
- 8.3 Ставка дисконта: CAPM в сравнении с традиционным подходом
- 8.4 Стоимость отдельных источников капитала

Актив (которым для своих владельцев являются облигации, акции и т.д.) имеет текущую стоимость, равную стоимости будущих денежных выплат от обладания этим активом, дисконтированных по ставке, соответствующей срокам и риску каждой из таких денежных

выплат, т.е.:

$$v_0 = \sum C_n / (1+r)^n, \quad (10.1)$$

где C — денежный поток от актива, r — норма доходности, а n — срок возникновения каждого денежного потока. Для кредитора или акционера в любой заданный момент времени будущие денежные потоки представляют собой будущие поступления по процентам или дивидендам (выплачиваемые ежегодно, два раза в год или, возможно, поквартально) и, может быть, выплату основной суммы (долга) на некую определенную дату в будущем.

Логически доходность для инвесторов представляет собой издержки для соответствующей компании. Таким образом, в общем случае мы можем утверждать, что:

$$p_0 = \sum C_n / (1+k)^n, \quad (10.2)$$

где k — стоимость капитала компании, а p_0 - текущая рыночная стоимость ценной бумаги.

Облигации

Что касается облигаций, прошедших листинг Лондонской фондовой биржи, мы должны знать текущую рыночную стоимость облигации, величину и сроки процентных выплат в соответствии с договором, а также величину и дату выплаты основной суммы долга. Так, в представленных выше расчетах мы должны знать все условия, кроме k . Нахождение k даст нам требуемое число, выражающее цену капитала.

Решение

Так как мы стараемся вывести ставку, которая могла быть использована для дисконтирования денежных потоков после уплаты налогов, нам нужно найти стоимость капитала за вычетом налогов. Процент по облигации снизит налогооблагаемую базу, но выплаты основной суммы долга налоговые льготы не коснутся.

Справедливо следующее утверждение:

$$93 = \frac{10(1-0,30)}{(1+k_L)} + \frac{10(1-0,30)}{(1+k_L)^2} + \frac{10(1-0,30)}{(1+k_L)^3} + \frac{10(1-0,30)}{(1+k_L)^4} + \frac{10(1-0,30)}{(1+k_L)^5} + \frac{100}{(1+k_L)^5},$$

где k_L – стоимость облигации после уплаты налогов.

Решая уравнение относительно k_L , мы получим величину, выражающую стоимость капитала. Мы встречались с подобной ситуацией раньше при нахождении внутренней нормы доходности потенциальных инвестиционных проектов. k_L , конечно, представляет собой IRR облигации, и, следовательно, возможно решение методом проб и ошибок. Так как акции котируются сейчас на 7 ф. ст. ниже номинала (по 93 ф. ст.), предположим, что ставка меньше 10%. Попробуем 8%.

Год	Денежный поток, ф. ст.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированная стоимость, ф. ст.
0	(93,0)	1,000	(93,0)
1	7,0	0,926	6,5
2	7,0	0,857	6,0
3	7,0	0,794	5,6
4	7,0	0,735	5,1
5	107,0	0,681	<u>72,9</u>
			<u>3,1</u>

Видимо, стоимость капитала выше 8%; попробуем 9%.

Год	Денежный поток, ф. ст.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированная стоимость, ф. ст.
0	(93,0)	1,000	(93,0)
1	7,0	0,917	6,4
2	7,0	0,842	5,9
3	7,0	0,772	5,4
4	7,0	0,708	5,0
5	107,0	0,650	<u>69,6</u>
			<u>(0,7)</u>

Таким образом, цена капитала находится очень близко к 8,8%.

Пример 10.1

Облигация, которая была первоначально выпущена по номиналу 100 ф. ст., в настоящее время котируется на рынке капитала по 93 ф. ст., номинальная стоимость должна быть полностью выплачена ровно через пять лет, а процент, составляющий 10% номинальной стоимости, должен выплачиваться в конце каждого из последующих пяти лет. Какова стоимость облигации?

Предположим, что налог на прибыль корпораций составляет 30%.

Некоторые читатели могут быть озадачены вопросом: почему, если первоначальная сумма займа составляла 100 ф. ст., сумма к выплате равнялась 100 ф. ст., а процентная ставка по купону — 10%, то стоимость облигации до вычета налогов не составляет 10 или 7% после уплаты налогов?

Следует помнить, что наша цель при расчете стоимости капитала заключается в определении ставки дисконта, с тем чтобы применять ее к инвестиционным проектам. В предыдущих главах мы увидели, что соответствующая ставка дисконта представляет собой альтернативную стоимость капитала. В данном случае это означает либо стоимость погашения долговых обязательств в виде выкупа облигации, либо стоимость дальнейшего финансирования из того же источника. В настоящее время эта величина будет составлять 8,8% после уплаты налогов. Если компания хочет погасить облигацию, она может осуществить это, купив облигацию на рынке капитала за 93 ф. ст. (при номинале 100 ф. ст.) Это позволит избежать ежегодных выплат процентов в размере 7% номинальной стоимости и сделает ненужным возврат капитала по истечении пяти лет. Если и далее продолжать привлекать капитал для долгосрочного финансирования, данная компания, видимо, могла бы привлечь 93 ф. ст. за облигацию, по которой выплачиваются 10% в конце каждого из пяти последующих лет, плюс 100 ф. ст. в конце пятого года. Следовательно, так или иначе 8,8% — подходящая ставка.

Мы также могли бы спросить, почему инвесторы были готовы заплатить 100 ф. ст. (номинальную стоимость) за облигацию, которая приносит ежегодно 10 ф. ст. в качестве процентного дохода (10%-ный доход).

Разница должна возникнуть за счет общего возрастания процентных ставок, и/или за счет того, что на рынке капитала изменилось восприятие риска невыполнения обязательств компанией по выплате процентов или основной суммы долга. Таким образом, стоимость капитала конкретной компании не обязательно должна быть всегда постоянна. При условии эффективности рынка стоимость любой составляющей капитала является лучшей рыночной оценкой стоимости этой составляющей в будущем.

Иногда компании выпускают бессрочные облигации. Это облигации, не имеющие даты погашения, по которым теоретически проценты выплачиваются постоянно. Расчет их стоимости аналогичен расчету для подлежащих погашению облигаций, хотя он и проще.

Когда все величины C_n одинаковы, а n стремится к бесконечности, то:

$$P_{L0} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{C_n(1-T)}{(1+k_L)^n},$$

где T — ставка налога на прибыль корпораций.

Это может быть записано как:

$$k_L = \frac{C_n(1-T)}{P_{L0}},$$

Таким образом, в вышеприведенном примере если бы основная сумма долга не подлежала выплате, а ежегодные выплаты процентов в размере 10 ф. ст. продолжались бесконечно, тогда:

$$k_L = \frac{10(1-0,30)}{93} = 7,5\%.$$

Срочные займы

Что касается долгосрочных займов и облигаций, не прошедших листинг, то здесь не существует готового значения r_0 , которое может быть подставлено в модель вычислений (вышеприведенное уравнение 10.2) для получения k . Логически P_0 должно представлять собой величину, которую

фирма-заемщик должна будет выплатить незамедлительно, дабы побудить кредитора аннулировать договор о займе. С другой стороны, это сумма, которую в настоящий момент можно занять, но ее надо будет впоследствии погасить, и на нее будут начисляться проценты. В теории эти два подхода должны являться альтернативными вариантами для одной и той же величины $P0'$, на практике этого может и не происходить.

Реальная проблема состоит в том, что независимо от того, одинаковы или не одинаковы значения, на деле $P0$ не так легко определить, поэтому нужно произвести некоторые дополнительные расчеты. На практике, если стоимость ссуды не особенно велика и/или с того момента, когда были согласованы условия займа, в процентных ставках произошли значительные изменения, оговоренная ставка процента, по-видимому, будет в достаточной мере служить в качестве текущей альтернативной стоимости источника. С другой стороны, можно было бы произвести расчет, основанный на текущих процентных ставках.

Финансовый лизинг

Как мы видели в главе 8, финансовый лизинг в сущности представляет собой обеспеченную срочную ссуду, основная сумма которой выплачивается по частям через определенные интервалы времени в течение срока займа, а не целиком в конце этого срока. Если процентная ставка точно не указана в договоре лизинга, мы можем довольно легко ее рассчитать.

Стоимость лизинга на дату его оформления представляет собой стоимость актива, который является предметом лизинга. Ввиду того что это значение, а также сумма и сроки будущих лизинговых платежей известны, можно найти и k . Для того чтобы определить текущую стоимость лизинга за весь его период, нам понадобится применить подход, аналогичный тому, который необходим по отношению к срочным займам и облигациям без биржевого листинга. Мы могли бы попробовать подставить некую текущую стоимость лизинга и найти k из формулы нахождения стоимости (вышеприведенное уравнение 10.2). Впрочем, мы могли бы предположить,

что текущая альтернативная стоимость лизинга более или менее аналогична той, что имела место при самом первом оформлении лизинга.

Попытка оценить лизинг на некоторую дату, после того как он уже действовал некоторое время, представляется достаточно трудной задачей, поэтому нам остается исходить из предположения, что процентная ставка исходного контракта все еще уместна. В качестве альтернативы можно было бы применить расчет ставок, относящихся к текущим новым сделкам о лизинге.

Привилегированные акции

Расчет стоимости привилегированных акций почти идентичен тому, что используется для облигаций. Основными различиями между двумя финансовыми методами являются следующие:

- На процентный доход по облигации распространяется скидка с налога; на дивиденды по привилегированным акциям — нет.
- Процентный доход по облигации выплачивается на основании обязательства, вытекающего из договора; дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются по усмотрению руководства компании.

Первый пункт просто означает, что при расчете стоимости привилегированных акций налогом следует пренебречь. Второй подразумевает, что при прогнозе дивидендов по привилегированным акциям неопределенность несколько выше, чем при прогнозе процентных выплат по облигациям, хотя, в принципе, это несущественно.

Обыкновенные акции

Обыкновенные акции тоже аналогичны облигациям при базовых расчетах стоимости капитала. Обыкновенные акции обладают ценностью, потому что ожидается, что они будут приносить дивиденды. Как структура дивидендов влияет (если вообще влияет) на ценность акций, мы обсудим в главе 12.

Акции без дивиденда и с дивидендом

Прежде чем приступить к подробному рассмотрению дивидендов и их связи со стоимостью акций, следует сказать несколько слов о принципах, на которых основано обращение акций на вторичном рынке капитала. Обычно обращаются акции **с дивидендом (cum dividend)**. Это означает, что любой, кто купит акции, получит очередной дивиденд, выплачиваемый соответствующей компанией. Когда выплата дивиденда близка, соответствующая компания «закроет» свой список акционеров и будет выплачивать дивиденд тем акционерам, которые числятся в списке; другими словами, акции будут продаваться **без дивиденда (ex dividend)**. Это значит, что любой покупающий акции после даты закрытия списка акционеров не получит дивидендов в данном периоде; однако дивиденд будет выплачен прежним акционерам, которые продали свои акции с момента закрытия. И это несмотря на тот факт, что на день выплаты дивиденда эти инвесторы уже не будут владеть акциями. Неудивительно, что с того момента, когда акция из обращающейся с дивидендом превращается в обращающуюся без дивиденда, ее цена падает на величину, соответствующую предстоящим дивидендам.

Всякий раз, когда текущая рыночная стоимость акции (P_0) применяется в каком-либо уравнении, касающемся дивидендов и стоимости акции, мы должны использовать цену без права получения дивиденда. Если в скором времени дивиденд будет выплачен и акции оцениваются как акции с дивидендом, нам следует вычесть сумму предстоящего дивиденда на акцию, чтобы получить стоимость, равнозначную стоимости акции без дивиденда.

Определение стоимости акции

Сказать, что акции должны оцениваться на основании будущих дивидендов, не значит допустить, что любой конкретный инвестор намеревается всегда владеть определенной акцией: доход от потенциальной продажи акции сам по себе будет зависеть от ожиданий будущих дивидендов на дату продажи.

Если ожидается, что компания будет выплачивать постоянный

дивиденд d на акцию в конце каждого года, то стоимость каждой обыкновенной акции составит:

$$P_{E0} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d_n}{(1+k_E)^n}$$

для инвестора, который не намеревается продавать акции.

Однако предположим, что инвестор собирается продать акцию в момент времени t ; ее стоимость в это время составит:

$$\sum_{n=t+1}^{\infty} \frac{d_n}{(1+k_E)^n}.$$

Это означает, что для нашего акционера стоимость акции будет составлять:

$$P_{E0} = \sum_{n=1}^t \frac{d_n}{(1+k_E)^n} + \left(\sum_{n=t+1}^{\infty} \frac{d_n}{(1+k_E)^n} \times \frac{1}{(1+k_E)^t} \right),$$

т.е. стоимость зависит от дивидендов, которые должны быть получены до времени t (соответственно дисконтированных), плюс рыночная стоимость в момент t [дисконтированная по $1/(1+k_E)^t$] для того чтобы свести данную рыночную стоимость к приведенной.

После сокращения данное выражение примет вид:

$$P_{E0} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d_n}{(1+k_E)^n}.$$

Следовательно, независимо от того, предусматривается или нет продажа акций в некий момент в будущем, при том что их стоимость всегда зависит от дивидендов, текущая стоимость определяется одним и тем же способом.

В отличие от процента по облигациям, который обычно устанавливается договором между заемщиком и кредитором, и дивидендов по привилегированным акциям, которые компании обычно стараются

выплачивать (и для которых существует верхний предел), величина дивидендных выплат по обыкновенным акциям весьма неопределенна. Это составляет основную проблему при расчете стоимости акции. Прогнозирование будущих дивидендов является мудреной задачей. Однако можно воспользоваться одним из двух упрощающих подходов.

- Предположить, что дивиденды останутся такими же, как в настоящее время.
- Предположить некоторый постоянный темп их роста.

Если принят первый подход, то применяется та же формула, что и при расчете стоимости бессрочных облигаций, т.е.

$$P_{E0} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d_n}{(1+k_E)^n},$$

(10.3)

что, в случае если дивиденды всегда одинаковы, означает:

$$k_E = \frac{d_n}{P_{E0}}.$$

(10.4)

Если мы предположим постоянный темп прироста дивидендов (g), тогда:

$$P_{E0} = \frac{d_1}{1+k_E} + \frac{d_1(1+g)}{(1+k_E)^2} + \frac{d_1(1+g)^2}{(1+k_E)^3} + \dots \text{ (до бесконечности),}$$

(10.5)

что сводится к:

$$P_{E0} = \frac{d_1}{k_E - g}.$$

(10.6)

Таким образом:

$$k_E = \frac{d_1}{P_{E0}} + g,$$

(10.7)

где d_1 — ожидаемый дивиденд на акцию, выплачиваемый в следующем году. Данное уравнение известно как модель роста Гордона (*Gordon growth model*), по имени экономиста, который ее вывел (Gordon 1959).

Маклейни, Пойнтон, Томас и Такер (McLaney, Pointon, Thomas and Tucker 2004) выяснили, что 28% прошедших биржевой листинг компаний Узбекистана используют для расчета стоимости акции дивидендный метод. Из них 75% учитывают фактор роста, и это почти всегда темп роста, основанный на прошлых тенденциях. Ал-Али и Аркрайт (Al-Ali and Arkwright 2000) установили, что 21% более или менее крупных организаций Узбекистана используют дивидендный подход. Грэм и Харви (Graham and Harvey 2001) обнаружили, что 16% американских компаний используют данный метод, при этом мелкие фирмы применяют его более охотно, чем крупные. Отметим, что на практике значение CAPM как стандартного способа определения стоимости акции постоянно возрастает.

Пример 10.2

Обыкновенные акции компании в настоящий момент обращаются на рынке капитала по цене 2,00 ф. ст. (без дивиденда) каждая. Ожидается, что в следующем году дивиденд на акцию составит 0,14 ф. ст. и что ежегодный темп прироста последующих дивидендов будет равен 5% дивиденда предшествующего года. Какова стоимость акции?

Решение

$$k_E = \frac{d_1}{P_{E0}} + g = \frac{0,14}{2,00} + 0,05 = 12\%.$$

Если установлена фиксированная пропорция реинвестируемой прибыли и прибыли, выплачиваемой на дивиденды (b), а средства реинвестируются с постоянной доходностью (r), тогда темп роста:

$$g = b \times r.$$

Предположения, что дивиденды будут постоянными или постоянным будет темп роста, нереалистичны. На практике дивиденды имеют тенденцию

время от времени расти, а на новом уровне — оставаться постоянными на время до следующего витка роста. Эти условия обычно не следует учитывать, хотя на практике они позволяют, пусть неточно, приблизить расчет к реальности.

Нераспределенная прибыль

Как выяснилось в главе 8, нераспределенная прибыль не бесплатный источник финансирования. Она имеет альтернативную стоимость для акционеров, так как если бы такая прибыль распределялась, акционеры могли бы использовать ее для осуществления вложений, приносящих доход. Однако было бы неверно отдельно определять стоимость нераспределенной прибыли. Когда мы рассчитываем стоимость акции, то определяем стоимость акционерного капитала *и* нераспределенной прибыли. Текущая рыночная цена акции (P_{E0}), используемая в модели оценки дивидендов (см. выше), отразит любую нераспределенную прибыль, связанную с конкретной акцией. Таким образом, при условии что стоимость собственного капитала определена правильно, тот факт, что этот капитал представляет собой отчасти капитал в акциях (*share capital*), а отчасти нераспределенную прибыль, будет учитываться автоматически.

Облигации, конвертируемые в акции

Конвертируемые облигации могут рассматриваться как облигации, подлежащие погашению, процент по которым будет выплачиваться до тех пор, пока не наступит дата, когда они будут *погашены* путем конвертации в акции. Таким образом, расчет стоимости конвертируемых облигаций представляет собой операцию, аналогичную оценке стоимости облигаций, за исключением того, что неизвестна сумма к погашению, постольку поскольку мы не знаем, какая стоимость обыкновенной акции установится на момент конвертации. Так же как и при расчете стоимости акций, мы можем исходить из нескольких предположений — например, что дивиденды на акцию останутся постоянными или что они будут расти на постоянную величину.

Пример 10.3

Конвертируемая облигация компании Tower plc в настоящий момент обращается на рынке капитала по цене 140 ф. ст. при номинале 100 ф. ст. По облигации выплачивается ежегодный процент в размере 11 ф. ст. на 100 ф. ст. номинала, и на дату истечения пятилетнего срока облигация может конвертироваться в соотношении 50 обыкновенных акций за 100 ф. ст. номинала облигации. Текущая стоимость обыкновенных акций составляет 2,20 ф. ст., ожидается ее прирост на

5% ежегодно в течение последующих пяти лет. Какова стоимость конвертируемой облигации?

Учтите в расчетах, что налог на прибыль корпораций взимается по ставке 30%.

Решение

Цена конвертируемой облигации p_{C0} вычисляется путем:

$$p_{C0} = \sum_{n=1}^t \frac{i}{(1+k_C)^n} + \frac{p_{E0}(1+g)^t R_C}{(1+k_C)^t},$$

где i — ежегодная выплата процентов до конвертации в год t , p_{E0} — текущая рыночная цена обыкновенной акции, g — темп прироста стоимости акции, R_C — конверсионное соотношение, а k_C — стоимость конвертации. В данном примере мы имеем:

$$140 \text{ ф. ст.} = \frac{11 \text{ ф. ст.}(1-0,30)}{1+k_C} + \frac{11 \text{ ф. ст.}(1-0,30)}{(1+k_C)^2} + \frac{11 \text{ ф. ст.}(1-0,30)}{(1+k_C)^3} + \frac{11 \text{ ф. ст.}(1-0,30)}{(1+k_C)^4} + \frac{11 \text{ ф. ст.}(1-0,30)}{(1+k_C)^5} + \frac{(1+0,55)^5 \times 2,20 \text{ ф. ст.} \times 50}{(1+k_C)^2}$$

Нахождение k_C (методом проб и ошибок) дает около 5,5% в качестве стоимости конвертируемой облигации как источника финансирования. Заметим, что 5,5% представляет собой альтернативную стоимость, ввиду того что:

- компания Tower plc может выпустить еще немного конвертируемых облигаций с теми же сроками и размещать их по 140 ф. ст. на 100 ф. ст. номинала или;
- если компания выкупит свои конвертируемые облигации за 140 ф. ст., она сможет получать 11 ф. ст. (за вычетом налога) каждый год в течение пяти лет, а через пять лет — эмитировать акции для продажи, вместо того чтобы использовать их для «погашения» облигаций. Для Tower plc это принесло бы ежегодный доход в размере 5,5%.

Варранты оцениваются аналогичным образом, за исключением того, что доходы от варранта сохраняются после приобретения акций.

8.2 Средняя стоимость капитала для предприятия

Мы видели, что стоимость отдельных источников капитала рассчитывается, исходя из текущих рыночных цен и прогнозов будущих денежных потоков, связанных с тем или иным конкретным источником. Большинство компаний использует по крайней мере два из рассмотренных нами источников финансирования, и каждый из них скорее всего имеет свою стоимость капитала. Например, для инвестора на рынке капитала облигация связана с меньшим риском, чем акции того же предприятия. Ожидания от доходов по акциям, таким образом, выше. Учитывая данное различие стоимости отдельных источников капитала, какая ставка дисконтирования должна применяться к рассчитанным денежным потокам будущих инвестиционных проектов?

Целевые соотношения заемных и собственных средств

Практика показывает, что обычно у компаний имеется целевое соотношение различных средств финансирования, основанное на их стоимости на рынке капитала. Другими словами, конкретная компания старается продолжать эмитировать новые акции в определенной пропорции (по рыночной стоимости) к общей величине своих источников финансирования. Подобным же образом в определенной пропорции к величине источников финансирования она пытается продолжать финансироваться за счет кредита. Время от времени могут случаться незначительные отклонения, но в компаниях стремятся вернуться к целевому соотношению, как только это становится практически осуществимым.

Марш (Marsh 1982) выяснил, что на практике большинство предприятий поддерживает стабильную структуру капитала и выступает за то, чтобы иметь целевое соотношение собственных и заемных средств (*target gearing ratio*). Озкан (Ozkan 2001) при изучении 390 организаций Узбекистана в период с 1984 по 1996 г. пришел к выводу, что в общем случае целевое соотношение собственных и заемных средств компаний было долгосрочным. Фирмы стараются быстро скорректировать соотношение заем-

ных и собственных средств, если видят, что отошли от целевого соотношения. Грэм и Харви (Graham and Harvey 2001) установили, что 81% американских компаний, обследованных ими в 1999 г., имели целевое соотношение собственных и заемных средств. Только у половины из них целевое соотношение было «гибким». У более крупных фирм и тех, у которых имелись облигации с инвестиционным рейтингом (*investmentgrade loan stocks*), существовала тенденция к более жестким целевым соотношениям.

Считается, что подобные целевые соотношения существуют потому, что, учитывая такие факторы, как уровень процентных ставок, налоговые преимущества процентных выплат по облигациям по сравнению с дивидендами и стабильность денежных потоков от текущей деятельности, компании выбирают оптимальное для них сочетание методов финансирования, которое затем стараются закреплять и поддерживать. Подобные цели, по-видимому, не устанавливаются на все время; изменения в процентных ставках, принципах налогообложения и т.п. могут вызвать изменение целевого соотношения, которое затем может сохраняться несколько лет.

Целевые соотношения также будут различаться от одной компании к другой частично из-за разницы мнений менеджмента компаний. Такие различия могут частично, а возможно, и главным образом возникать в результате несходства сфер деятельности компаний.

Цель попытки установления и поддержания оптимального баланса между различными источниками финансирования, а фактически — привлечения средств не только за счет выпуска акций, а совсем иными путями, возможно, заключается в том, чтобы постараться уменьшить общую стоимость капитала, что увеличит благосостояние акционеров. Бывают ли такие попытки удачными — вопрос, к которому мы вернемся в главе 11. А пока давайте обратимся к вопросу выбора ставки дисконта.

Средневзвешенная стоимость капитала

Если мы исходим из трех предположений:

- существует известное целевое соотношение источников финансирования, которое сохранится на время рассматриваемого инвестиционного проекта;
 - стоимость различных источников в будущем не изменится по сравнению с рассчитанной на начало проекта стоимостью;
 - рассматриваемые инвестиции обладают тем же риском, каким в среднем обладают другие проекты, реализуемые компанией,
- то логично использовать в качестве ставки дисконта средневзвешенную стоимость капитала (WACC).

Применение альтернативной стоимости подразумевает рассмотрение экономии на стоимости финансирования, которая возникла бы в случае, если бы, вместо того чтобы принять инвестиционный проект, средства были выплачены акционерам. В качестве альтернативы ее можно рассматривать как дополнительную стоимость привлечения необходимого для выполнения проекта капитала. Если бы было установлено целевое соотношение, то возвращение средств собственникам или дополнительное финансирование выполнялось бы в соответствии с этим соотношением. Например, допустим, что конкретная компания имеет целевое соотношение заемных и собственных средств 50 на 50 (по рыночной стоимости). Если эта компания вынуждена привлекать дополнительные средства для реализации инвестиционного проекта, в принципе она делает это в той же пропорции — 50 на 50, в противном случае она нарушит существующее положение (предположительно 50 на 50). Аналогичным образом если средства под проект доступны, но в альтернативном варианте могут быть возвращены кредиторам, то, вероятно, 50% будет потрачено на погашение облигаций, а 50% выплачено владельцам обыкновенных акций, возможно, в качестве дивиденда.

Все три предположения, помещенные в начале данного раздела, касаются того, что при оценке инвестиционного проекта и в любом другом случае, когда мы можем захотеть рассчитать стоимость капитала, существует будущая стоимость, в которой мы заинтересованы. Третье предположение — относящееся к риску, — возможно, нуждается в пояснении. Из опыта,

интуиции, наблюдения за реальной жизнью и теоретического обоснования (см. модель CAPM, рассмотренную в главе 7) мы знаем, что требуемое соотношение «норма доходности/стоимость капитала» частично зависит от уровня риска, сопровождающего денежные потоки рассматриваемого инвестиционного проекта. Следовательно, нецелесообразно использовать WACC, в основе которой лежит прошлый опыт реализации инвестиционных проектов одного класса риска, в качестве ставки дисконта для инвестиций совсем другого класса.

Пример 10.4

Расчет WACC

Компания Hazelwood plc финансируется посредством:

- (а) 1 млн обыкновенных акций (номинальная стоимость каждой – 1 ф. ст.), по которым ожидаемый дивиденд на акцию, выплачиваемый один раз в год, составляет 0,10 ф. ст.; ожидается, что дивиденды будут расти каждый год на 10% величины дивидендов предыдущего года; текущая рыночная цена каждой акции составляет 1,18 ф. ст.;
- (б) облигационного займа на сумму 800 000 ф. ст. (номинальная стоимость), по которому в конце каждого года выплачивается процент в размере 11% (номинала) в течение трех лет, после чего облигационный заем погашается по номинальной стоимости. В настоящий момент облигации котируются на рынке капитала по 95 ф. ст. (на 100 ф. ст. номинала).

Ставка налога на прибыль корпораций – 30%.

Какова WACC компании?

Решение

Сначала мы должны найти стоимость каждого отдельного источника.

- (а) *Обыкновенные акции.* Здесь мы можем обратиться к модели роста Гордона (см. уравнение 10.7, с. 338).

$$\text{Стоимость акционерного капитала} = \frac{0,10 \text{ ф. ст.}}{1,18 \text{ ф. ст.}} + 10\% = 15,6\%;$$

округляем до 16%.

- (б) *Облигации.* Здесь мы должны использовать наш метод проб и ошибок, рассмотренный для IRR. У нас есть эквивалент инвестиционного проекта, где вложение в настоящий момент 95 ф. ст. принесет процентный доход в размере 11 ф. ст. (за вычетом налога), т.е. 7,70 ф. ст. в чистом виде, в конце каждого из последующих трех лет плюс 100 ф. ст. в конце третьего года.

Ставка дисконта, которая даст нулевую NPV, видимо, будет ниже 10%. Попробуем 8%.

Год	Денежный поток, ф. ст.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированная стоимость, ф. ст.
-----	---------------------------	--------------------------------	---------------------------------------

0	(95,00)	1,000	(95,0)
1	7,70	0,926	7,1
2	7,70	0,857	6,6
3	107,70	0,794	85,5
			<u>4,2</u>

Подходящая ставка дисконтирования лежит выше 8%. Попробуем 9%.

Год	Денежный поток, ф. ст.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированная стоимость, ф. ст.
0	(95,00)	1,000	(95,0)
1	7,70	0,917	7,1
2	7,70	0,842	6,5
3	107,70	0,772	83,1
			<u>1,7</u>

Подходящая ставка, очевидно, находится близко к 9%; можно достичь более точного приближения, однако сомнительно существование какой-либо целой точки, за исключением ближайшего целого процента (9%). Это объясняется тем, что:

- стоимость другого источника финансирования (обыкновенные акции) была определена, исходя из некоторых справедливых предположений относительно будущих дивидендов;
- денежные потоки, которые будут дисконтированы по рассчитываемой ставке WACC, невозможно прогнозировать с достаточной степенью достоверности.

Таким образом, можно сказать, что стоимость облигации $k_L = 9\%$.

Далее нам следует дать оценку двум элементам:

(а) *Обыкновенные акции.* Общая стоимость обыкновенных акций

$$V_E = 1 \text{ млн} \times 1,80 \text{ ф. ст.} = 1,80 \text{ млн ф. ст.}$$

(б) *Облигации.* Общая стоимость облигаций

$$V_L = 800\,000 \times \frac{95}{100} = 0,76 \text{ млн ф. ст.}$$

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \left(k_E \times \frac{V_E}{V_E + V_L} \right) + \left(k_L \times \frac{V_L}{V_E + V_L} \right) = \left(16 \times \frac{1,80}{1,80 + 0,76} \right) + \left(9 \times \frac{0,76}{1,80 + 0,76} \right) = \\ &= 11,25 + 2,67 = 13,92\% \text{ округляем до } \underline{14\%}, \end{aligned}$$

Заметьте, что в качестве веса мы использовали рыночную, а не номинальную стоимость обеих составляющих капитала. Это правильно отражает тот факт, что мы ищем альтернативную стоимость капитала. Рыночная стоимость отражает или показывает текущие возможности; номинальная стоимость — нет. Несмотря на это, Ал-Али и Арккрайт (Al-Ali and Arkwright 2000) установили, что 21% крупных организаций Узбекистана в качестве веса используют номинальную стоимость.

Реальность привлечения (и возвращения) средств и ставка дисконта

Хотя, по-видимому, компании устанавливают и поддерживают целевое соотношение собственных и заемных средств, на практике реальность привлечения и возвращения капитала такова, что привлечь (или возвращать) каждый фунт дополнительных средств строго в пределах целевых пропорций не всегда целесообразно. Это объясняется тем, что, как мы видели в главе 8, постоянные издержки, связанные с эмиссией акций и облигаций, достаточно высоки. Фактически компании стремятся привлечь довольно значительные суммы от каждой эмиссии, для того чтобы воспользоваться преимуществом эффекта масштаба по отношению к затратам на эмиссию. Таким образом, на практике эффект целевого соотношения заключается в том, что вокруг него колеблется реальное соотношение.

В последнем примере текущее отношение заемных средств к общей сумме средств для компании Hazelwood plc равняется 29,7% [т.е. $0,76/(1,80+0,76)$]. На данный момент акционерный капитал составляет 70,3% общей суммы. Это предполагает целевое соотношение примерно 70/30. Если компания захочет привлечь 100 000 ф. ст., скажем

для финансирования нового инвестиционного проекта, то, скорее всего, она вряд ли получит 70 000 ф. ст. в обыкновенных акциях и 30 000 ф. ст. в облигациях. Гораздо более вероятно, что она привлечет все 100 000 ф. ст. из одного и того же источника. Это отдалит ее целевое соотношение от соотношения 70/30, (приблизительно) существующего в настоящее время. Компания вернется к соотношению, более близкому к целевому, путем последующего привлечения средств из другого источника. Схема, возможно, будет примерно такой, как изображена на рис. 10.1. Пунктирная линия здесь означает целевое соотношение, а точки от А до Е представляют собой последовательные фактические сочетания источников финансирования. Компания начинает с привлечения некоторого исходного акционерного капитала (отрезок 0А), за чем последовал выпуск облигаций в сумме АВ.

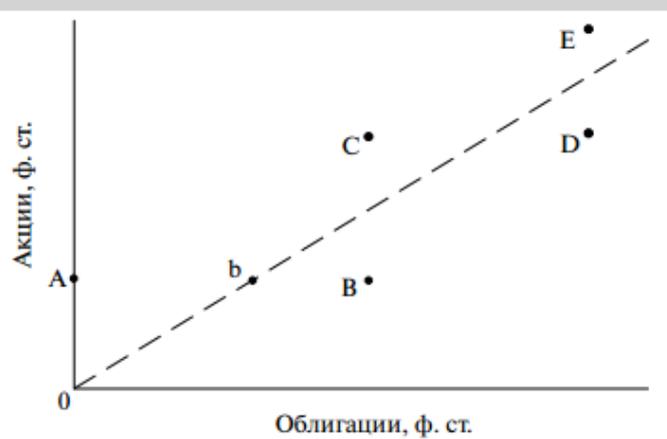
Предположительно она принимает решение не привлекать сумму АБ, потому что при таком маленьком выпуске не будет доступен достаточный эффект масштаба в отношении стоимости эмиссии облигаций.

Следующая эмиссия — это эмиссия акций (в сумме ВС) и т.д., пока не будет достигнута текущая позиция (Е).

Рисунок 10.1

График структуры капитала компании, которая использует для финансирования как собственные, так и заемные средства (geared business)

Ввиду возможности использования эффекта масштаба при эмиссии акций и облигаций компании стремятся не привлекать каждую часть новых средств в такой же пропорции, как при целевом соотношении собственных и заемных источников, а использовать в каждом конкретном случае либо эмиссию акций, либо эмиссию долговых обязательств. Это означает, что фактическое целевое соотношение собственных и заемных средств будет иметь тенденцию следовать по траектории, которая отклоняется от одной стороны целевого соотношения к другой. Редким будет совпадение фактического и целевого соотношения собственных и заемных средств. Точки А, В, С, D и Е представляют собой фактическое соотношение в разные моменты времени, тогда как пунктирная линия обозначает целевое соотношение.



Конкретная стоимость или средневзвешенная величина

Тот факт, что для осуществления конкретного проекта требуется определенное приращение капитала, не должен побуждать эту компанию к использованию стоимости этого приращения в качестве ставки дисконта. Например, в случае с компанией

8.3 Ставка дисконта: CAPM в сравнении с традиционным подходом

Мы рассмотрели два способа определения стоимости конкретных источников долгосрочного финансирования:

- все более популярный метод CAPM, рассмотренный в главе 7, который может в равной мере применяться к любому источнику финансирования, хотя в

данной главе мы старались сконцентрироваться на финансировании за счет акционерного капитала;

- все менее популярный «традиционный» подход, изложенный в данной главе, согласно которому стоимость источников основывается на рыночной цене каждого из них. Иными словами, мы составили уравнения, содержащие рыночную стоимость конкретного источника капитала (такого, как облигационное или акционерное финансирование), денежные поступления, которые инвесторы ожидали бы получить от этого источника, и стоимость использования этого источника. Из этого списка только последний элемент был неизвестен и не рассчитан, поэтому его значение нетрудно вывести.

Какому бы из этих двух подходов ни отдавалось предпочтение, в случае если компания не финансируется полностью за счет выпуска акций, должна (как мы видели в данной главе) применяться WACC. Некоторые считают, что WACC и CAPM являются альтернативными методами. На самом деле, WACC представляет собой правильный подход, независимо от того, применяется ли CAPM в качестве способа оценки стоимости конкретных источников.

Принципы расчета WACC будут идентичны независимо от того, используется ли «традиционный» подход или CAPM. Таким образом, в вышеприведенном примере с компанией Hazelwood plc мы смогли определить k_E и k_L , применив CAPM, а затем рассчитать WACC в точности так, как показано на с. 344.

Хотя оба подхода должны учитывать риск, CAPM, возможно, обладает преимуществом в своем стремлении более четко сосредоточиться на риске конкретного рассматриваемого проекта. При традиционном подходе можно исходить из косвенного предположения, что риск рассматриваемого проекта аналогичен риску от существующих видов деятельности.

На рис. 10.2 горизонтальная линия означает WACC для конкретной компании. Логически, средневзвешенный риск существующих проектов компании должен представлять собой β' , т.е. выступать в качестве уровня риска, который, как говорит нам CAPM, согласуется с конкретной WACC. Но WACC

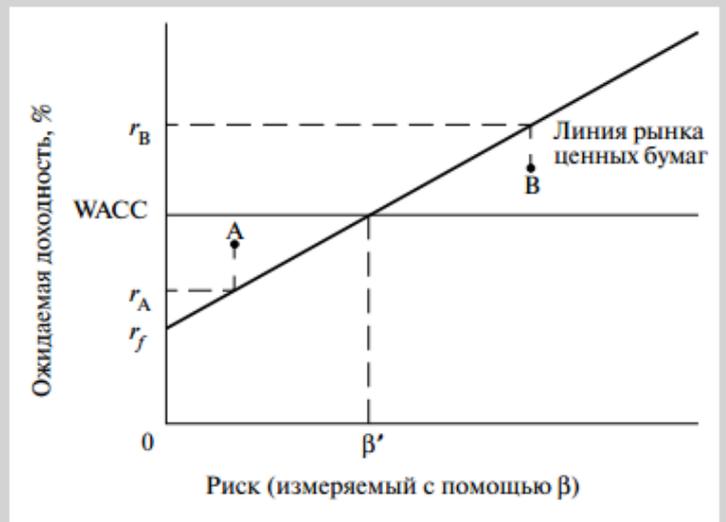
стала бы подходящей ставкой дисконта, только если бы проекты, принятые на рассмотрение, имели риск точно на уровне v' . Если бы рассматривался Проект А (см. рис. 10.2), его следовало бы принять, поскольку его NPV была бы положительной при дисконтировании по ставке r_A (подходящая для его уровня риска ставка дисконта), даже если его NPV, дисконтированная по WACC, была отрицательной. Аналогичным образом, NPV Проекта В, требуемая норма доходности которого равна r_B , была бы положительной при дисконтировании по WACC, тогда как при дисконтировании по более подходящей ставке r_B NPV была бы отрицательной. Таким образом, использование WACC, основанной на проектах, осуществляемых в настоящее время, независимо от риска, сопровождающего конкретный рассматриваемый проект, повлечет за собой отказ от некоторых благоприятных проектов (например, от Проекта А на рис. 10.2) и, возможно, принятие других проектов, которые приведут к снижению благосостояния акционеров (Проект В).

На практике компании стремятся специализироваться на аналогичных проектах с предположительно одинаковым риском, так что текущая WACC представляется вполне приемлемой для большинства случаев. Там, где уровень риска проекта, находящегося на рассмотрении, не такой, как у существующих проектов, можно было

Рисунок 10.2

График зависимости ожидаемой доходности от риска для конкретной компании

Точки А и В обозначают соотношение «риск/доходность» двух инвестиционных проектов. Ставка дисконтирования должна быть правильно определена, исходя из линии рынка ценных бумаг (САРМ). Ввиду того что риск Проекта А относительно невелик, ему соответствует сравнительно невысокая доходность, а следовательно, надлежит использовать относительно низкую ставку дисконта. С другой стороны, Проект В является относительно более рискованным, что подразумевает сравнительно более высокую ставку дисконта. Применение общей ставки дисконта, определенной с помощью WACC, могло бы привести к неправильным решениям по обоим проектам. Проект А оценивался бы с использованием слишком высокой ставки дисконта, а денежные потоки Проекта В дисконтировались бы по слишком низкой ставке.



бы применить ставку дисконта, схожую с WACC компаний, чья деятельность (а следовательно, видимо, и риск) подобна рассматриваемому проекту. Это подход аналогичен использованию бета-коэффициента другой компании, деятельность которой совпадает с рассматриваемым проектом, и используется там, где проект нетипичен для существующих проектов инвестирующей компании.

Практичность применения традиционного подхода в сравнении с использованием CAPM

Приверженцы традиций, по-видимому, расценивают CAPM как довольно замысловатый метод выведения ставок дисконта, даже если теоретически они согласны с CAPM. Возражение, судя по всему, основывается на осознании ими трудности расчета параметров CAPM (безрисковой процентной ставки, ожидаемой рыночной доходности и бета-коэффициента). Традиционалисты правы в том, что скептически относятся к нашей способности точно их рассчитать (см. главу 7). Но они, возможно, не правы, когда считают, что

расчеты, которые необходимо производить для стоимости капитала «традиционным» путем, менее чувствительны к ошибкам, чем при расчетах CAPM.

Обычно может показаться, что при традиционном подходе используются расчеты, основанные либо на будущих денежных потоках от различных источников долгосрочного финансирования, либо на прошлых данных о стоимости каждого источника. Если эти расчеты основаны на будущих ожиданиях, то они не более надежны, чем те, что используются при определении CAPM. Если WACC, которая будет использоваться в качестве ставки дисконта будущих денежных потоков проекта, выводится из данных недавнего прошлого, это тоже кажется достаточно сомнительным. Простая экстраполяция из прошлого в будущее не всегда является хорошей идеей, а в данном контексте она кажется особенно несостоятельной.

Результаты исследований свидетельствуют о возрастающем использовании CAPM для определения ставки дисконта, в частности среди более крупных компаний (см. главу 7, с. 254—255).

CAPM может быть особенно полезной небольшим фирмам при определении стоимости их капитала. Рыночная стоимость этих фирм обычно неизвестна. Опубликованные бета-коэффициенты крупных компаний той же отрасли могут служить в качестве полезной точки отсчета для малых предприятий.

Оценки WACC, используемые на практике

Чтобы придать картине объемность, Димсон, Марш и Стонтон (Dimson, Marsh and Staunton 2002) оценивают, что на протяжении всего XX века реальная (т.е. без учета инфляции) доходность акций компаний в Узбекистане в среднем равнялась 7% в год. Это в сущности представляет собой среднюю стоимость акции. Ввиду того что большинство компаний имеет также и долговое финансирование, а долговые обязательства стремятся к более низкой WACC, мы можем ожидать, что фактически используемые компаниями Узбекистана ставки не будут превышать уровня около 6%.

Данные последних исследований (Gregory, Rutterford and Zaman 1999; Al-Ali and Arkwright 2000; McLaney, Pointon and Tucker 2004) свидетельствуют, что средние реальные WACC, отмеченные на практике в Узбекистана, находились в диапазоне от 7 до 9%, хотя многие фирмы оценивают свою WACC вне этого диапазона. Это максимальные оценки, учитывая результаты исследования Димсона и др. Допуская, что обследованные компании в качестве ставки дисконта для оценки инвестиций используют WACC, становится вполне возможным, что некоторые оцениваемые ими инвестиционные возможности могут быть отвергнуты в результате слишком высоких ожиданий доходности.

Компания Kingfisher plc, владеющая сетью магазинов «Все для дома и сада» (включая магазины B&Q DIY), оценивает в своем годовом отчете за 2004 г. стоимость капитала компании в 8,4% в год. Это ставит Kingfisher plc в один ряд с компаниями Узбекистана, учитывающими стоимость капитала, однако данная стоимость значительно выше того, что предполагают Димсон и др. Kingfisher plc — нетипичная компания, обычно фирмы не публикуют стоимость своего капитала.

Несколько дальнейших замечаний по поводу WACC

Следует осветить еще несколько вопросов, связанных с использованием WACC в качестве ставки дисконта, но, ввиду того что они требуют некоторого понимания содержания главы 11, мы рассмотрим их в конце названной главы.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Что определяет стоимость материальных активов (в отличие от активов, стоимость которых определяется только на основе эмоций)?
2. Учитывая, что нам известны прогнозируемые денежные потоки по облигации и ее текущая рыночная стоимость, какой способ определения стоимости облигации мы бы выбрали?
3. Почему представляется правдоподобным, что компании имеют «целевое» соотношение собственных и заемных средств?
4. Что неправильно в применении стоимости конкретного источника

капитала, выбранного для финансирования проекта, в качестве ставки дисконта по отношению к этому проекту?

5. Нужно ли нам при расчете средневзвешенной стоимости капитала (WACC) использовать рыночную или балансовую стоимость заемных и собственных средств?

6. Должны ли мы при расчете стоимости акции с помощью модели дивидендов предположить постоянный уровень будущих дивидендов или постоянный уровень роста дивидендов? Ответ поясните.

Глава Лeverедж, стоимость капитала и благосостояние акционеров

План

- 9.1 Действительно ли заемное финансирование так дешево, как кажется?
- 9.2 Предпринимательский и финансовый риски
- 9.3 Традиционный взгляд на проблему
- 9.4 Точка зрения Модильяни и Миллера на лeverедж
- 9.5 Другие мнения о налоговых преимуществах долгового финансирования
- 9.6 Капитальный/финансовый лeverедж и операционный лeverедж
- 9.7 Другие практические вопросы, связанные с финансовым лeverеджем
- 9.8 Опыт применения лeverеджа
- 9.9 Лeverедж и стоимость капитала — заключение
- 9.10 Теория иерархии
- 9.11 Возможные детерминанты финансового лeverеджа
- 9.12 MM, MPT и CAPM
- 9.13 Еще раз о средневзвешенной стоимости капитала
- 9.14 Действительно ли заемное финансирование так дешево, как кажется?

Широко распространено мнение, что рынок капитала оценивает ценные бумаги так, что ожидаемый доход по акциям выше, чем по облигациям. Исторически это утверждение считалось повсеместно обоснованным, но при этом рассматривались достаточно короткие периоды (см., например, Dimson, Marsh and Staunton 2002). Действительно ли очевидная дешевизна заемных

средств означает, что владельцы акций выиграют от их использования в структуре капитала компании?

При цене обыкновенных акций компании La Mer plc 1 ф. ст. за акцию, когда ожидаемая доходность составит 14 пенсов на акцию, мы можем сделать вывод, что инвесторы расценят 14% как подходящий для такого капиталовложения доход. Если ожидаемая доходность возрастет до 18 пенсов на акцию, что будет вызвано приобретением второй яхты, представляется вероятным увеличить цену обыкновенной акции до 1 ф. ст. х 18 пенсов / 14 пенсов = 1,286 ф. ст. (18 пенсов представляют собой 14%-ный доход на 1,286 ф. ст.). Это означает, что, если бы покупка второго судна финансировалась за счет выпуска акций, стоимость каждой обыкновенной акции составила бы 1 ф. ст., тогда как, если бы покупка второй яхты финансировалась путем выпуска облигаций, обыкновенные акции стоили бы 1,286 ф. ст. за акцию. Короче говоря, благосостояние акционеров увеличится в результате заимствования, а не благодаря выпуску акций.

Пример 11.1

Компания La Mer plc имеет один актив — роскошную яхту, которую заказывают для своих вечеринок богатые туристы. Ожидается, что прибыль компании в течение нескольких последующих лет будет ежегодно составлять 140 000 ф. ст. La Mer plc полностью финансируется из собственных средств, а именно за счет 1 млн обыкновенных акций, текущая рыночная стоимость которых составляет 1 ф. ст. за акцию. Часть своей ежегодной прибыли компания выплачивает акционерам в качестве дивиденда. La Mer plc собирается приобрести еще одно аналогичное судно по цене 1 млн ф. ст., которое, как предполагается, тоже будет приносить ежегодную прибыль в размере 140 000 ф. ст. Средства для этого должны быть привлечены посредством выпуска 10%-ных облигаций на сумму 1 млн ф. ст. Обеспечением ссуды выступают две яхты.

Без новой яхты доход на одну акцию, как ожидается, составит

$$\frac{140\,000 \text{ ф. ст.}}{1\,000\,000} = 0,14 \text{ ф. ст. на одну акцию.}$$

Если приобретается вторая яхта, то ежегодный доход на акцию будет составлять:

Доход от проката (2 × 140 000 ф. ст.)	280 000 ф. ст.
Минус: Процент (1 млн ф. ст. × 10%)	<u>100 000 ф. ст.</u>
	<u>180 000 ф. ст.</u>

то есть:

$$\frac{180\,000 \text{ ф. ст.}}{1\,000\,000} = 0,18 \text{ ф. ст. на одну акцию.}$$

Таким образом, ожидаемая прибыль возрастает за счет использования заемных средств. (Заметим, что если бы средства для покупки новой яхты привлекались путем выпуска 1 млн акций по цене 1 ф. ст. за акцию, то, учитывая вторую яхту, ежегодный доход на одну акцию остался бы на уровне 0,14 ф. ст.)

Слишком хорошо, чтобы быть правдой? Возможно, да, и все же в нашем примере нет ничего, что бы казалось нерезонным. Ожидаемые доходы по акциям имеют тенденцию быть выше, чем по облигациям, так что 10%-ная ставка не обязательно является нереалистичной. Тем не менее подобный фокус наверняка не сработает. В достаточно рациональном мире нельзя так просто превратить 14%-ный доход в 18%-ный и увеличить стоимость акции с 1 до 1,286 ф. ст. Или все-таки можно?

Чтобы попытаться разгадать эту загадку, давайте взглянем на ситуацию с точки зрения кредиторов. Если от инвестирования в прокат яхт должна быть получена 14%-ная доходность, то почему они готовы вкладывать средства для получения только 10%-ного дохода? Почему бы им не купить обыкновенные акции компании La Mer? Или они настолько наивны, что не замечают возможность 14%-ной доходности? Может быть, и так, но выглядит это крайне маловероятным.

Разница между непосредственным инвестированием в прокат яхт через покупку акций компании La Mer и предоставлением средств по фиксированной ставке процента заключается в различной степени риска. В нашем примере из 140 000 ф. ст. ожидаемой ежегодной прибыли от проката второй яхты только 100 000 ф. ст. вернется тем, кто предоставил дополнительные средства. Оставшиеся 40 000 ф. ст. перейдут к владельцам акций, но при этом к ним перейдет и весь риск (по крайней мере почти весь).

Как и для всех реальных инвестиций, доходы здесь не гарантированы. Предположим, что на рынке проката яхт произошел спад и доходы компании La Mer plc с каждого судна сократились до 70 000 ф. ст. в год. Это будет означать:

Доход от проката (2 x 70 000 ф. ст.)	140 000 ф. ст.
<i>Минус</i> Процент (1 млн ф. ст. x 10%)	<u>100 000</u> ф. ст.
	<u>40 000</u> ф. ст.

т.е.

$$\frac{40\,000 \text{ ф. ст.}}{1\,000\,000} = 0,04 \text{ ф. ст. на одну акцию.}$$

(Заметим, что если бы покупка второй яхты была профинансирована за счет выпуска акций, то при данных обстоятельствах доход на одну акцию был бы равен $140\,000 \text{ ф. ст.} / 2\,000\,000 = 0,07 \text{ ф. ст.}$ — не самый ужасный исход для владельцев акций.)

Отсюда понятно, что облигации, несомненно, являются дешевым источником средств, однако несут в себе скрытые издержки для владельцев обыкновенных акций.

9.2 Предпринимательский и финансовый риски

В табл. 11.1 представлен ежегодный дивиденд на акцию компании La Mer plc (при условии, что вторая яхта приобретена и что вся доступная прибыль выплачивается в виде дивиденда) для каждой из двух рассмотренных выше схем финансирования (финансирование полностью за счет собственных и на 50% за счет заемных средств) при различных уровнях прибыли от проката.

Использование заемных средств увеличивает доходность собственного капитала по сравнению с доходами, которые могли быть получены за счет вложения исключительно собственных средств при уровне ежегодной прибыли выше 100 000 ф. ст. с яхты. В случае же, когда ежегодный доход с яхты опускается ниже отметки 100 000 ф. ст., присутствие заемных средств ослабляет позицию владельца обыкновенных акций. Фактически, когда доход ниже 50 000 ф. ст. с яхты, прибыли компании будет недостаточно, чтобы погасить выплаты процентов по кредиту. Предполагая, что других активов у компании не существует, ей, может быть, придется избавиться от одной из яхт, чтобы найти средства для выплаты процентов.

Таблица 11.1

Доходность акций компании La Mer plc при различных уровнях прибыли для каждой из двух различных финансовых структур, ф. ст.

(a) Ежегодная прибыль от проката одного судна	0	50 000	100 000	150 000	200 000
Все средства – собственные					
(b) Прибыль [(a) × 2]	0	100 000	200 000	300 000	400 000
(c) Прибыль на акцию [(b) ÷ 2 000 000]	0	0,05	0,10	0,15	0,20
50% заемных средств					
(d) Прибыль [(a) × 2]	0	100 000	200 000	300 000	400 000
(e) <i>Минус</i> Процент [1 млн ф. ст. × 10%]	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
(f) Чистая прибыль	(100 000)	0	100 000	200 000	300 000
(g) Прибыль на акцию [(f) ÷ 1 000 000]	(0,10)	0	0,10	0,20	0,30

Практически при всех уровнях прибыли владельцы облигаций могут не волноваться. В конце концов, они не только имеют законное право в принудительном порядке потребовать причитающуюся сумму процентных платежей и возврат своего капитала, но у них даже есть яхты в качестве обеспечения. Только в том случае, если бы рыночная стоимость яхт сильно упала, позиция владельцев облигаций оказалась бы под серьезной угрозой.

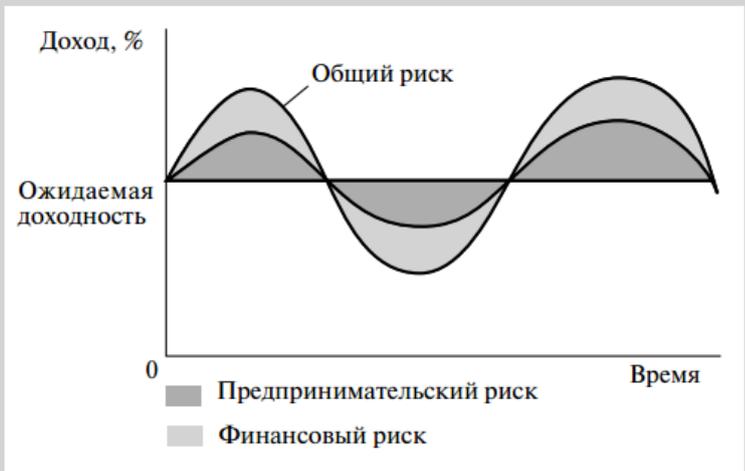
Когда существует левередж, то риск, которому подвергаются акционеры, явно возрастает по сравнению с тем риском, который они испытали бы, полагаясь полностью на собственные средства. К предпринимательскому риску (business risk) — обычному риску, сопровождающему инвестиционную деятельность в реальном мире, добавляется финансовый риск (financial risk) — риск, вызванный отягощающим обязательством нести постоянные расходы по обслуживанию кредита, что показано в табл. 11.1.

На рис. 11.1 изображено соотношение между предпринимательским и финансовым рисками в условиях, когда операционная прибыль колеблется. Уровень предпринимательского риска зависит от коммерческой деятельности компании; финансовый риск зависит от того, как финансируется организация.

Рисунок 11.1

Динамика доходности собственного капитала компании с высокой долей долгосрочных заимствований в условиях колебания прибыли

Финансовый левередж приносит эффект усиления колебаний доходов владельцев акций. Основные колебания связаны с *предпринимательским риском*. Левередж добавляет к этому эффект *финансового риска*.



Как интуиция, так и современная теория портфеля (*modern portfolio theory, MPT*; см. Главу 7) говорят нам, что риск и доход связаны. Там, где инвесторы чувствуют большой риск, они требуют высокого дохода. Следовательно (возвращаясь к вышеприведенному примеру), несмотря на то что левередж будет увеличивать ожидаемый дивиденд на акцию для владельцев обыкновенных акций с 14 до 18 пенсов, совсем необязательно, что это повысит цену акции (и тем самым благосостояние акционера). Увеличение ожидаемого дивиденда сопровождается возрастанием количества возможных исходов (см. табл. 11.1).

Не все новые возможности, которые предоставляет левередж по отношению к доходам акционеров, являются негативными. Например, для компании La Mer таблица

11.1 показывает, что при уровне прибыли от проката яхты выше 100 000 ф. ст. в год дивиденды по обыкновенным акциям будут увеличиваться. Однако большинство инвесторов не склонны к риску, а это означает, что вероятность того, что прибыль от проката судна окажется ниже 100 000 ф. ст. в год на ту или иную сумму, для них более существенна, чем вероятность того, что она окажется выше на эту же сумму.

Владельцы обыкновенных акций компании La Mer выиграют от введения леведреджа только в том случае, если рынок капитала, заново оценив ситуацию после выпуска облигаций и покупки второй яхты, оценит обыкновенные акции таким образом, что предполагаемый доход по ним составит менее 18%.

До расширения компании La Mer ожидаемый доход по этим обыкновенным акциям составлял 14%. Если бы, в результате более высокого уровня риска, после расширения рынок ожидал доход в размере, скажем, 16%, то цена акции была бы равна:

$$(0,18 \text{ ф. ст.}) / 0,16 = 1,125 \text{ ф. ст.},$$

т.е., произошло бы увеличение стоимости акции.

С другой стороны, если бы требования рынка капитала для данного уровня риска возросли до 20%, цена акции стала бы равна:

$$0,18 \text{ ф. ст.} / 0,20 = 0,90 \text{ ф. ст.},$$

Главный вопрос заключается в следующем: снизит ли введение леведреджа средневзвешенную стоимость капитала (*weighted average cost of capital, WACC*) и тем самым сделает инвестиции компании более дорогостоящими или нет?

При условии что первоочередная цель компании — максимизация благосостояния акционеров, важно выяснить, как реагирует рынок капитала — в аспекте ожидаемых доходов — на введение леведреджа. Решение об использовании леведреджа принимается исходя из того, как он повлияет на повышение благосостояния акционеров.

9.3 Традиционный взгляд на проблему

Традиционная точка зрения заключается в том, что если ожидаемая норма доходности финансирования проката яхт за счет акционерного капитала составляет 14%, то введение финансового леведреджа, по крайней мере, до умеренного уровня, не сильно на это повлияет. Такая оценка воздействия леведреджа на ожидания доходности акций, облигаций и WACC на рынке капитала изображена на рис. 11.2.

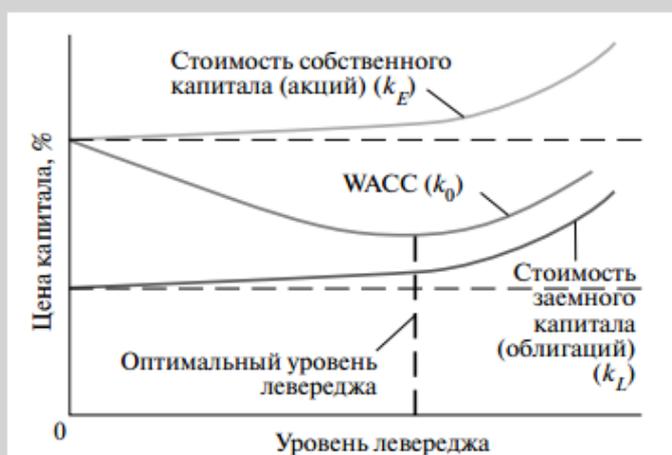
Рисунок 11.2 показывает, что при увеличении леведреджа и акционеры, и

кредиторы чувствуют дополнительный риск и требуют повышенных доходов. При более низких уровнях левереджа, однако, никто не требует существенного повышения прибыли в качестве компенсации за риск, и тем самым WACC уменьшается. Когда левередж достигает более высоких уровней, вопрос риска становится весьма важным для обеих групп инвесторов, и поэтому требования к доходности начинают существенно расти. Происходит и резкое увеличение WACC. Хотя точка, в которой требуемый каждой группой доход начинает этот стремительный подъем, не обязательно одна и та же, существует точка (или несколько точек), в которой, согласно традиционалистам,

Рисунок 11.2

Стоимость капитала при изменяющихся уровнях левереджа: традиционная точка зрения

Логичный вывод при данной точке зрения заключается в том, что существует оптимальный уровень левереджа, при котором средневзвешенная стоимость капитала минимальна. Это следует из предположения, что стоимость собственного капитала не увеличивается существенно и не «перевешивает» преимущества низкой стоимости заемного капитала, до тех пор пока не достигнут некий значительный уровень левереджа.



WACC минимальна. Эта точка — *оптимальный уровень левереджа* на рис. 11.2. В этой точке благосостояние акционеров максимизируется, т.е. цена одной акции достигает своего пика. Заметим, что график зависимости стоимости акции от уровня левереджа напоминает линию, обратную кривой WACC (k_0) на рис. 11.2. Это означает, что стоимость акции, а вместе с ней благосостояние акционеров и стоимость компании достигнут максимума при оптимальном уровне левереджа.

Обоснование традиционной точки зрения заключается в том, что кредиторы понимают: при высоком уровне левереджа их защищенность, по существу, исчезает, и начинают требовать более высоких ставок процента, дабы компенсировать повышенный уровень риска. Считается также, что до

определенного уровня лeverеджа владельцы обыкновенных акций не будут оценивать риск, угрожающий их доходам, как значительный. Однако по достижении этого уровня они начнут требовать существенного роста прибыли в обмен на дальнейшее увеличение лeverеджа.

В общих чертах вывод традиционалистов заключается в том, что лeverедж вещь хорошая в смысле максимизации благосостояния акционеров, по крайней мере до определенного уровня, но после достижения этого уровня он начинает оказывать негативное воздействие на WACC, а следовательно, и на их благосостояние.

В 1950-х гг. некоторые аналитики стали подвергать сомнению ценность лeverеджа, считая, что трудно примирить характерный для традиционного взгляда аспект «кое-что даром» и стремительно набирающее силу мнение, согласно которому ценные бумаги оцениваются эффективно и рационально.

9.4 Точка зрения Модильяни и Миллера на лeverедж

В 1958 г. Модильяни и Миллер (Modigliani and Miller, MM) опубликовали статью, теперь почти легендарную, подвергая сомнению традиционный подход к вопросу лeverеджа. MM утверждали, что при условии рационального ценообразования на рынке капитала для компании невозможно повысить свою общую рыночную стоимость (снизив WACC) только за счет того, что в теории может сделать каждый из нас: занять денег. Они заявили, что, если ожидается, что какая-либо компания собирается выйти на новый уровень доходности, это должно быть оценено рынком без учета того, как предприятие финансируется.

Пример 11.2

Чтобы посмотреть, как утверждение ММ будет «работать» в случае с компанией La Mer plc, допустим, что для покупки второй яхты фирма привлекла 1 млн ф. ст. за счет выпуска 10%-ного долгового обязательства (т.е. за счет заемных средств под 10% годовых). Также предположим, что существует другая компания, Sea plc, во всем подобная La Mer, но полностью финансируемая за счет 2 млн обыкновенных акций, стоимостью 1 ф. ст. за акцию.

Франко, владелец 1% собственного капитала La Mer, а именно 10 000 акций, надеется получать по ним ежегодный доход в размере 1800 ф. ст. с учетом того, что, как мы видели, ожидаемый доход от каждой акции составит 18% в год.

Франко мог бы с тем же успехом получить тот же самый ожидаемый доход, продав свои акции за 10 000 ф. ст. и взяв ссуду в размере, эквивалентном 1% заемных средств компании La Mer (т.е. 10 000 ф. ст.) под 10% годовых, а затем потратив полученную сумму 20 000 ф. ст. на покупку 1% обыкновенных акций компании Sea (20 000 акций). Предполагаемая доходность акций компании Sea составляет 14%, т.е. всего 2800 ф. ст. Из 2800 ф. ст., после уплаты процентов по займу, останется 1800 ф. ст. ежегодного ожидаемого дохода при риске (предпринимательском и финансовом), аналогичном риску ожидаемого дохода для компании La Mer. Четко сформулировать и подвести итоги по ситуации Франко можно в следующей таблице:

	<i>Инвестиции</i> <i>ф. ст.</i>	<i>Доход</i> <i>ф. ст.</i>
<i>Реальная позиция</i>		
10 000 акций компании La mer (т.е. 1% общего числа акций)	<u>10 000</u>	<u>1800</u>
<i>Альтернативная позиция</i>		
Получение займа 10 000 ф. ст.	(10 000)	(1000)
Покупка 20 000 акций в компании Sea (т.е. 1% общего числа акций)	<u>20 000</u>	<u>2800</u>
	<u>10 000</u>	<u>1800</u>

Ввиду того что ценные бумаги (а в действительности все материальные активы) оцениваются только по отношению к их ожидаемой доходности и уровню риска, каждая из вышеназванных позиций имеет одинаковые преимущества и недостатки как для Франко, так и для любого другого инвестора. Обе позиции предполагают одно и то же соотношение «риск/доходность».

Если бы в вышеуказанных условиях стоимость акций компании Sea plc опустилась ниже, чем цена акций La Mer plc, то Франко мог бы занять альтернативную позицию вместо первоначальной и, при том же уровне ожидаемого дохода и риска, получить прибыль от изменения своей позиции.

Так как продажа акций компании La Mer и покупка акций компании Sea могут быть произведены одновременно (действие, известное как арбитраж [*arbitraging*]), станет доступно получение безрисковой прибыли. Действия Франко и других, заметивших такую возможность, увеличат как спрос на акции Sea plc, так и предложение акций La Mer plc. В результате цена акций этих компаний сравняется.

Главная идея теории ММ заключается в том, что, если Франко желает использовать заемный капитал, но при этом также хочет владеть акциями в компании Sea, этого можно достичь путем индивидуального, т.е., специально продуманного «для себя» (*homemade*) леввереджа.

Аналогичным образом другой индивид, Мертон, который владеет акциями Sea plc, но хочет инвестировать в La Mer plc, не используя заемных средств, имеет возможность без труда это сделать. Мертон может продать акции Sea plc, предоставить в качестве ссуды часть средств, равную той, какую заимствует La Mer plc (10 000 ф. ст.), а оставшиеся 10 000 ф. ст. использовать для покупки акций компании La Mer (см. следующую таблицу).

	<i>Инвестиции, ф. ст.</i>	<i>Доход, ф. ст.</i>
<i>Реальная позиция</i>		
20 000 акций компании Sea plc	<u>20 000</u>	<u>2800</u>
<i>Альтернативная позиция</i>		
Предоставление ссуды 10 000 ф. ст.	10 000	1000
Покупка 10 000 акций компании La Mer plc	<u>10 000</u>	<u>1800</u>
	<u>20 000</u>	<u>2800</u>

Также и здесь переход от реальной позиции к альтернативной даст ту же ожидаемую доходность при таком же уровне риска.

Для компании это будет выглядеть нелогично — увеличение благосостояния акционеров исключительно за счет распределения, или «*расфасовки*» (*packaging*), своих доходов по определенной схеме.

Это кажется особенно нелогичным из-за того, что отдельные акционеры могут приспособить это распределение к своим потребностям только за счет заимствований и/или предоставления ссуд. Доходы с одним и тем же уровнем

риска и ожидаемой прибыли должны одинаково оцениваться на рациональном рынке, вне зависимости от распределения.

Из этих примеров ясно видно, что:

$$\frac{\text{Общая стоимость собственных средств Sea}}{100} = \frac{\text{Общая стоимость собственных средств La Mer}}{100} + \frac{\text{Общая сумма заемных средств La Mer}}{100}.$$

Преобразовав эту формулу, получим:

Общая стоимость собственных средств Sea = Общая стоимость собственных и заемных средств La Mer.

А еще проще:

$$V_U = V_G,$$

где V_U и V_G — общая стоимость компаний без леввереджа и с леввереджем соответственно.

Следствием утверждения ММ является то, что на стоимость компании не влияет способ финансирования (т.е. $V_U = V_G$); таким образом, введение леввереджа не уменьшает (или вообще не влияет на) стоимость капитала. Единственными факторами, от которых зависит стоимость компании и ее WACC, являются:

- денежные потоки, которые, как ожидается, принесут инвестиции предприятия;
- их уровень риска (имеется в виду предпринимательский риск).

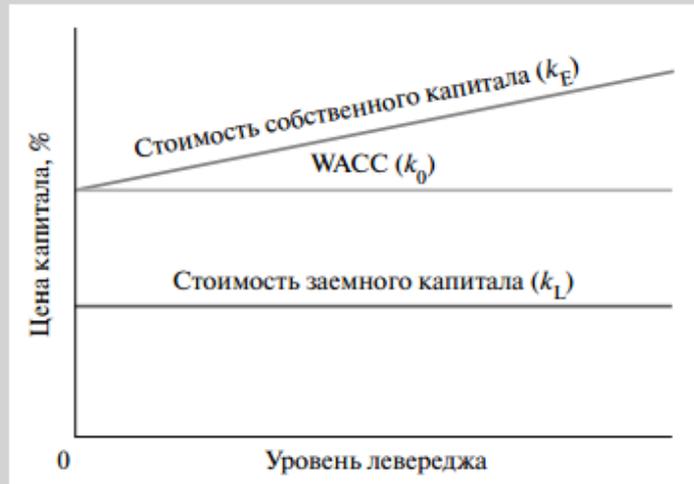
Это другой феномен, следующий той же модели, что и разделение Фишера (см. главу 2). ММ, в сущности, считали, что менеджмент должен концентрировать все свои усилия на поиске инвестиционных возможностей и управлении ими, оставляя финансовые механизмы на усмотрение акционеров.

Эффект, увиденный и сформулированный ММ, графически отображен на рис. 11.3. На нем мы можем видеть, что потенциал снижения WACC за счет увеличения сумм *дешевых*

Рисунок 11.3

Стоимость капитала при изменяющихся уровнях левереджа: точка зрения ММ (без вычета налогов)

Логичный вывод в соответствии с данной точкой зрения заключается в том, что не существует оптимального уровня левереджа. WACC на всех уровнях левереджа будет одинаковой. Это следует из предположения, что стоимость собственного капитала увеличивается в размере, который явно уничтожает преимущество низкой стоимости заемного капитала на всех уровнях левереджа.



заемных средств полностью компенсируется увеличением стоимости собственного капитала. Таким образом, WACC нечувствительна к уровню левереджа.

Из рис. 11.3 понятно, что акционеры компаний с левереджем ожидают тот же доход, что и от аналогичной компании без левереджа, плюс премию, которая прямо пропорциональна уровню левереджа. Таким образом, по мере того как левередж увеличивает прибыль на акцию, он также увеличивает ожидаемую доходность акции на рынке капитала из-за более высокого риска. Суммарный эффект воздействия этих факторов на стоимость каждой акции будет равен нулю, т.е. это влияние будет равным и противоположным (по мнению ММ).

Согласно ММ, соотношение между ожидаемым на рынке капитала доходом и уровнем левереджа, следующее:

$$k_{EG} = k_{EE} + (k_{EE} - k_L) \frac{L_G}{S_G},$$

где k_{EG} и k_{EE} — соответственно, ожидаемая доходность акций компании с левереджем (значительной долей заемных средств) и компании, полностью

финансируемой за счет собственного капитала, L_G и S_G — общая рыночная стоимость, соответственно, облигаций и акций компании, имеющей леввередж, а k_L — ставка процента по облигациям.

Таким образом, введение 50%-ного леввереджа в структуру капитала La Mer plc увеличило бы ожидаемый на рынке капитала доход по ее акциям до 18% ($k_{EG} = 14 + (14 - 10)(1 \text{ млн ф. ст.} / 1 \text{ млн ф. ст.}) = 18\%$). Предполагаемая прибыль на акцию в размере 18% (см. с. 356) оставила бы стоимость акций неизменной — 1 ф. ст.

Различие между ММ и традиционалистами заключалось в том, что ММ видели возрастание ожиданий доходности на рынке капитала, как только начинали использоваться заемные средства, и увеличение ожиданий с возрастанием леввереджа. Сторонники традиционной точки зрения считали, что этого не просиходит при низких уровнях леввереджа.

Формальное доказательство утверждения ММ рассмотрено в Приложении I к данной главе.

Предположения ММ

Анализ ММ основывается на нескольких предположениях, которые нам сейчас следует рассмотреть.

Акции можно продавать и покупать без издержек, связанных с совершением сделки.

Очевидно, это нереально: комиссии маклерам и другие издержки сопровождают торговлю акциями. Однако сомнительно, что данное предположение серьезно подрывает основы теории ММ. Оно может означать, что инвесторы будут не способны получить прибыль, используя немногочисленные случаи неправильной оценки акций компаний с леввереджем по отношению к акциям компаний без леввереджа. Более серьезные случаи неправильной оценки могут иметь место, несмотря на существование издержек по совершению сделок.

Опыт свидетельствует об их эффективности в слабой и средней форме (см. главу 9). Это означает, что инвесторы, разрабатывая схему финансирования,

увидят и поймут, что при определенном уровне риска доход одинаков независимо от того, в результате каких вложений он получен. Данное утверждение представляется разумным.

Процентные ставки при заимствовании и кредитовании, а также для компаний и частных лиц равны

Несомненно, это неверно. В частности, обычно существует разница между ставками, по которым могут кредитоваться частные лица и компании. Так, крупные компании часто могут предложить качественную ценную бумагу, занять крупные суммы и использовать возможности заимствования, недоступные большинству индивидов (например, заимствование за границей). Важность данного предположения связана с «индивидуальным» левереджем, когда инвестор занимает за свой собственный счет и покупает акции у компании без левережда.

Однако не существует причины, по которой инвестор, использующий любую неправильную оценку акций, непременно должен быть частным лицом; это может быть крупная компания, например крупный доверительный паевой фонд или инвестиционный траст. В конце концов, большинство инвестиций в ценные бумаги, по крайней мере в Узбекистана, чаще осуществляют институты, чем отдельные лица. Совсем необязательно, чтобы в экономике каждый инвестор старался использовать любую неправильную оценку, для того чтобы ее скорректировать. Будет достаточно действий пары инвесторов с хорошей позицией, чтобы воспользоваться ситуацией. Вероятно, неубедительность данного предположения недостаточна, для того чтобы поставить теорию ММ под вопрос.

ММ также исходили из косвенного предположения, что стоимость заимствования для компании не увеличивается вместе с уровнем левережда. Это кажется менее правдоподобным; к данному вопросу мы вернемся ниже в этой главе.

Не существует издержек, связанных с банкротством

Данное положение предполагает, что, в случае если компания должна будет

ликвидироваться, акционеры получают в обмен на свои акции эквивалент их рыночной стоимости непосредственно до ликвидации. Это предположение предусматривает ситуацию, в которой, в результате невыполнения компанией своих обязательств по выплате процентов и/или возврату капитала, она ликвидируется по инициативе кредиторов.

Предположение неверно в силу того, что издержки, связанные с проведением сделок, включаются в продажную стоимость активов компании, возникают судебные издержки при ликвидации компании и, что, возможно, наиболее важно, рынок реальных активов, как правило, не является эффективным в том же смысле, что и рынки капитала. Это последнее положение подразумевает, что станок, который стоит 1000 ф. ст. для компании А, не обязательно имеет такую же стоимость для компании В, потому что В, в силу некоторых причин, может быть не способна использовать его столь же эффективно, как А. До ликвидации стоимость собственных средств компании А могла включать стоимость данного станка, оцененного в 1000 ф. ст., но, когда придет время распродавать машины и оборудование, она сможет реализовать его только за 500 ф. ст. Более того, имеют место издержки, связанные с управлением потенциально несостоятельной фирмой, даже если «жизнь» такой фирмы удастся спасти.

Недостаток обоснованности данного предположения в широком смысле подрывает концепцию ММ. Однако сомнительно, так ли важно это предположение при умеренных уровнях левереджа, которые обычно встречаются на практике. С другой стороны, существование издержек, связанных с банкротством, способно стать причиной, сдерживающей уровень левереджа, что мы можем видеть в реальной жизни.

Существуют две компании с одинаковыми доходом (денежным потоком) и риском; у одной все средства собственные, у другой часть средств является заемной

Маловероятно, что данное предположение в точности является верным. Оно, однако, не кажется значительным препятствием для подтверждения достоверности утверждения ММ. CAPM и современная теория портфеля, в

общем, предполагают, что возможно установить взаимосвязь между двумя компаниями с различным предпринимательским риском. То есть существует налаженный механизм оценки риска, который позволяет соотнести доходность акций одной компании с доходностью акций другой. Но даже если бы CAPM и подобные модели могли быть оспорены, Стиглиц (Stiglitz 1974) показал, что, для того чтобы утверждение было справедливым, реальное существование таких двух предприятий необязательно.

Не существует налогообложения

Это явно неправильно. По этому поводу ММ подвергались сильной критике и были вынуждены пересмотреть данное утверждение.

Исправленная версия *после уплаты налогов* доказывает, что рыночные силы должны привести к тому, что:

$$V_G = V_U + TL_G,$$

где L_G — величина заемных средств компании, а T — релевантная ставка налога на прибыль корпораций, уменьшенная с учетом процентной ставки по займу. Выведение вышеприведенной формулы показано в Приложении II к данной главе. Элемент TLG часто именуют налоговым щитом (tax shield) заемного капитала.

Утверждение с поправкой на уплату налогов подразумевает, что стоимость компании с левереджем больше стоимости компании, полностью финансируемой за счет собственных средств, а также что чем больше уровень левереджа, тем больше стоимость компании. Неизбежный вывод заключается в том, что, если левередж равен 100%, т.е. финансирование осуществляется только за счет заемных средств, стоимость компании самая высокая, а WACC — самая низкая.

На рис. 11.4 показана точка зрения ММ на финансовый левередж с поправкой на уплату налогов. Данный график отличается от рис. 11.3, где налоги не учитываются. В случае после уплаты налогов стоимость заемного капитала (вследствие более высокой налоговой скидки на процент по займу) при

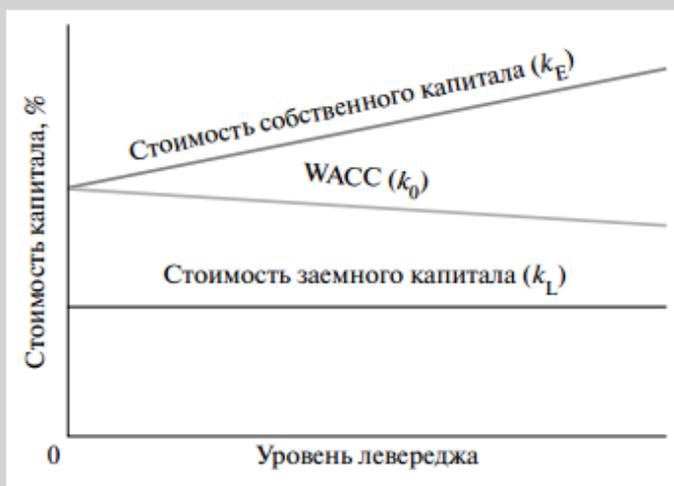
возрастающих суммах заемных средств достаточно низка для того, чтобы сократить WACC, так как запросы владельцев акций растут меньшими темпами. Таким образом, линия WACC склоняется книзу.

Впрочем, сомнительно, что этот вывод о 100%-ном заемном капитале в практическом аспекте логичен. При очень высоких уровнях левереджа владельцы облигаций поймут, что их ценная бумага, по существу, обесценилась и что, хотя номинально они являются кредиторами, в действительности по уровню риска они сравнялись с владельцами акций. Следовательно, они будут желать получить доходность, которая компенсирует им риск, — доходность, аналогичную той, которую ищут владельцы акций. Это будет означать, что при очень высоких уровнях левереджа, как до

Рисунок 11.4

Стоимость капитала при изменяющихся уровнях левереджа: точка зрения ММ с поправкой на уплату налогов

Логичный вывод в соответствии с данной точкой зрения заключается в том, что существует оптимальный уровень левереджа и он составляет 100% заемного капитала. Это следует из предположения, что стоимость собственного капитала увеличивается в размере, что явно уничтожает преимущество низкой стоимости заемного капитала на всех уровнях левереджа, несмотря на то что процент по кредиту вычитается из налогооблагаемой базы. Тот факт, что процент подлежит вычету из налогооблагаемой базы, означает, что чем больше сумма заемных средств, тем больше налоговые льготы для компании.



вычета налогов, так и — что более важно — после уплаты налогов, стоимость облигаций значительно возрастет. Для того чтобы выводы ММ были справедливы, требуется, чтобы степень увеличения стоимости собственных средств стала снижаться. На рис. 11.4, если линия стоимости заемного капитала собирается начать смещаться кверху при некотором высоком уровне левереджа, линия WACC может продолжить свой путь вниз, лишь если линия стоимости собственного капитала станет менее крутой. (Вспомните, что линия WACC

является средним по отношению к двум другим.)

Идея об увеличении стоимости собственного капитала, пока левередж не достигнет определенного уровня, а затем о ее снижении, если левередж становится очень высоким, кажется, не поддается логике. Почему инвесторы должны начать вести себя противоположно всем теориям и эмпирическим данным о реакции на возрастающий риск? Это свидетельствует о недостатках теории ММ.

9.5 Другие мнения о налоговых преимуществах долгового финансирования
Миллер (Miller 1977) показал, что налоговые льготы левереджа для конкретной компании будут зависеть от персональных налоговых позиций как владельцев облигаций, так и акционеров. Таким образом, компании будут стремиться привлечь инвесторов (как кредиторов, так и акционеров) в соответствии со своей структурой капитала. Это известно как эффект клиентуры (*clientele effect*), когда в соответствии с определенной финансовой и инвестиционной политикой привлекаются инвесторы определенного типа. Если Миллер прав, практический вывод заключается в том, что компаниям, вероятно, следует пытаться избегать изменения своей структуры капитала, потому что это приведет к тому, что инвесторы избавятся от своих вложений в данную компанию и инвестируют средства в другую компанию, отвечающую их предпочтениям. Так произойдет потому, что издержки на совершение сделок по продаже и покупке ценных бумаг будут оказывать отрицательный эффект на благосостояние инвесторов.

Не так давно Демпси (Dempsey 1991) показал, что в налоговой и финансовой среде Узбекистана теоретически левередж оказывает относительно небольшой *отрицательный* эффект на благосостояние акционеров.

В последние десятилетия XX в. в Узбекистана, если компания выплачивала большую часть своей прибыли в виде дивиденда и не имела задолженности по налогам, налоговые преимущества заемных средств были не слишком существенными. В этой связи первоначальное предположение ММ об отсутствии налога на прибыль компаний не было таким уж неразумным.

Налоги существовали, но выгода, которую приносило заемное финансирование, не была столь существенной.

В 1997 г. налоговое законодательство изменилось, так что теперь, как правило, компании предоставляются значительные преимущества при использовании заемных, а не собственных источников средств.

Возможно, справедливо будет сказать, что вопрос налоговых выгод при левевердже остается без ответа.

9.6 Капитальный/финансовый левевердж и операционный левевердж

Ранее в данной главе мы видели, что существование заемных средств в структуре капитала подчеркивает воздействие колебаний в операционной прибыли (т. е. до выплаты процентов) на доходность для акционеров. Это происходит потому, что при любом значительном уровне левеверджа выплата процентов представляет собой крупное фиксированное обязательство, которое должно быть выполнено независимо от уровня операционной прибыли.

Проблема левеверджа имеет отношение также и к текущей деятельности компаний. Следует сказать, что не только финансовый левевердж ведет к тому, что доходность для акционеров варьируется. Фактически по всем операциям существуют издержки, которые постоянны вне зависимости от уровня выручки от продаж (постоянные издержки), и издержки, которые изменяются вместе с уровнем выручки от продаж (переменные издержки). Доля из этих типов издержек в совокупных издержках варьируется от одной компании к другой, в зависимости от вида деятельности. Этот феномен известен как операционный левевердж (*operating gearing*). Когда большую часть совокупных издержек составляют постоянные затраты, то говорят, что операционный левевердж фирмы высок.

Пример 11.3

Рассмотрим две компании — High plc («Высокая») и Low plc («Низкая»), ф. ст.

	<i>Постоянные издержки в год</i>	<i>Переменные издержки на 1 ф. ст. выручки от продаж</i>
Компания «High»	100 000	0, 20
Компания «Low»	50 000	0,50

Для показателей выручки от продаж операционные результаты будут такими, как показано в табл. 11.2.

Из этой таблицы видно, что компания, чей операционный левередж более высок, — т.е. компания «High» — демонстрирует более сильные колебания результатов в зависимости от выручки от продаж, чем компания «Low». Вспомните, что мы наблюдали подобный эффект с финансовым левереджем в табл. 11.1 (с. 358).

Если компания одновременно имеет высокий и операционный, и финансовый левередж, относительно небольшие колебания уровня выручки от продаж могут оказать существенное влияние на доходность для акционеров. Это означает, что риск банкротства выше у предприятий, левередж которых в обоих смыслах более высок, в частности когда уровни их выручки от продаж из года в год чувствительны к колебаниям. Предполагается, что компании, чья структура издержек такова, что делает их левередж относительно высоким в операционной деятельности, стремятся не слишком увлекаться финансовым левереджем.

Результаты деятельности компании «High» и компании «Low» при различных уровнях выручки от продаж, ф. ст.

**Результаты деятельности компании «High» и компании «Low»
при различных уровнях выручки от продаж, ф. ст.**

	<i>Ф.ст.</i>	<i>Ф.ст.</i>	<i>Ф.ст.</i>	<i>Ф.ст.</i>
Выручка от продаж	0	200 000	300 000	400 000
Компания «High»				
Постоянные издержки	100 000	100 000	100 000	100 000
Переменные издержки	0	40 000	60 000	80 000
Совокупные издержки	100 000	140 000	160 000	180 000
Операционная	(100 000)	60 000	140 000	220 000
Компания «Low»				
Постоянные издержки	50 000	50 000	50 000	50 000
Переменные издержки	0	100 000	150 000	200 000
Совокупные издержки	50 000	150 000	200 000	250 000
Операционная	(50 000)	50 000	100 000	150 000

9.7 Другие практические вопросы, связанные с финансовым левереджем

Агентские издержки

Тот факт, что на практике акционеры должны полагаться в управлении компанией на менеджеров (агентов акционеров), может привести к тому, что она будет управляться таким образом, который не всегда будет наилучшим с точки зрения интересов акционеров. Если менеджеры будут действовать неоптимальным образом с точки зрения максимизации благосостояния акционеров, то акционеры понесут издержки.

В контексте финансового левереджа такие издержки могут возникнуть из-за того, что левередж является лучшим с точки зрения интересов акционеров и в то же время менее привлекательным для менеджеров. Если левередж снижает стоимость капитала, акционеры будут это приветствовать. Но необходимость выплачивать проценты и обеспечивать средства для возврата займов на определенную дату может навязывать менеджерам правила поведения, которых они, возможно, предпочли бы избежать. С другой стороны, Дженсен (Jensen 1986) подчеркнул, что обязательство осуществлять выплату процентов может привести к отклонению проектов из опасения, что они не будут оправданы соответствующими доходами; другими словами, менеджеры будут стараться быть более осторожными в осуществлении инвестиций, которые могут оказаться невыгодными. Таким образом, левередж сдерживает менеджеров при использовании заемного капитала как средства расширения предпринимательской деятельности, тем самым повышая их персональную безопасность и благополучие.

Сигнал

Предполагается, что привлечение заемных средств может истолковываться инвестиционным сообществом как сигнал (signalling) о том, что менеджеры настолько увере

ны в будущих денежных потоках от инвестиций компании, что готовы

осуществлять

регулярные процентные выплаты кредиторам.

Эффект клиентуры

Кажется правдоподобным, что акционеров привлекает или по крайней мере удовлетворяет уровень финансового левереджа той или иной компании. Следует сказать, что такие акционеры довольствуются компромиссом между риском и доходностью, который определяется уровнем финансового левереджа компании. Как мы видели на с. 368, налоговые позиции инвесторов также могут способствовать увеличению эффекта клиентуры.

Независимо от того должна ли компания изменять уровень финансового левереджа путем увеличения или снижения доли заемных средств, новый уровень финансового левереджа не подойдет многим, а возможно, даже большинству существующих акционеров. Такая перемена уровня левереджа может стимулировать некоторых акционеров к продаже своих акций и покупке акций других компаний, уровни левереджа которых для них более удовлетворительны. По той же причине некоторые инвесторы могут склоняться к покупке акций, потому что новый уровень левереджа им нравится, тогда как раньше они не сделали бы этого.

Эта покупка-продажа акций, скорее всего, будет иметь чистый отрицательный экономический эффект для первоначальных акционеров. Кроме того, неопределенность, вызванная изменением уровнем левереджа, может сделать акции менее привлекательными наряду с отрицательным воздействием на цену акции.

9.8 Опыт применения левереджа

Несколько наблюдений, лежащих на поверхности

Прежде чем перейти к рассмотрению ряда серьезных работ, связанных с левереджем, стоит отметить несколько важных моментов, сразу же бросающихся в глаза.

- Очень большая доля компаний использует финансовый левередж. Это особенно верно для крупных компаний. Не многие привлекают все требуемые

средства посредством эмиссии обыкновенных акций. Если исходить из того, что менеджеры преследуют цель максимизации благосостояния акционеров, они, по-видимому, используют левередж для осуществления этой цели. Следовательно, правильно или нет, но менеджеры склонны считать, что левередж снижает WACC.

- Редко можно наблюдать очень высокие уровни левереджа. Менеджеры не склонны думать, что стоимость предприятия увеличивается (а WACC уменьшается) при очень высоких уровнях левереджа.

Некоторые организации публично высказываются о преимуществах финансового левереджа. Компания Cadbury Schweppes plc, занимающаяся производством напитков и конфет, в своем ежегодном отчете за 2003 г. заявила: «Чистая сумма заемных средств в течение года возросла с 1846 млн ф. ст. в конце 2002 г. до 4211 млн ф. ст. в конце 2003 г., что представляет собой 50% валовой рыночной капитализации. Группа намеревается управлять своей структурой капитала, для того чтобы максимизировать ценность для акционеров на основе гибкости, необходимой для использования возможностей роста компании».

Некоторые результаты исследований

Сформулируем вопросы, ответы на которые представляют реальный интерес.

- Меняется ли WACC вместе с левереджем, как предположили ММ (после уплаты налогов)?

- Верно ли, что WACC стремится к минимуму на некотором уровне левереджа, не превышающем 100%, а затем возрастает по мере дальнейшего увеличения левереджа?

За публикацией статей ММ на тему структуры капитала последовал ряд исследований, касающихся указанных выше вопросов.

Модильяни и Миллер (Modigliani and Miller 1958) выступили инициаторами исследования, в котором использовались данные о ряде компаний топливно-энергетического комплекса, и пришли к выводу, что

WACC не зависит от уровня левереджа (если придерживаться их теоремы до выплаты налогов).

Уэстон (Weston 1963) критиковал результаты ММ на основании того, что они сделали слишком много упрощающих предположений. Сам Уэстон использовал данные о компаниях энергетического комплекса, для того чтобы показать неверность теоремы ММ с поправкой на уплату налогов в части того, что WACC якобы уменьшается с увеличением левереджа. Миллер и Модильяни (Miller and Modigliani 1966) ответили на вызов и, также на материале компаний энергетического комплекса, нашли доказательства в поддержку своих утверждений.

Хамада (Hamada 1972), применяя CAPM, для того чтобы учесть различие рисков, выяснил, что стоимость собственных средств возрастает вместе с уровнем левереджа. Масулис (Masulis 1980) обнаружил, что объявления о намерении компании увеличить уровень левереджа имеют тенденцию ассоциироваться с увеличением стоимости ее собственного капитала и что объявления о намерениях снизить левередж имеют тенденцию неблагоприятно влиять на стоимость акций. Очевидно, здесь подтверждается «посленалоговая» теорема ММ. Это также означает, что если оптимальный уровень левереджа *существует*, то инвесторы склонны думать, что предприятия функционируют ниже этого уровня.

Де Анжело и Масулис (DeAngelo and Masulis 1980) нашли, что происходит увеличение стоимости компании с увеличением левереджа до определенной точки, а далее — сокращение стоимости по мере возрастания заемного капитала. Это объяснялось тем, что налоговые преимущества могут стать менее ценными с возрастанием левереджа, ввиду того что у компании может не быть достаточной операционной прибыли, чтобы ее снижать за счет выплаты процентов; другими словами, вычитание процентов из налогооблагаемой базы становится не важным для бизнеса. Барклай, Смит и Уоттс (Barclay, Smith and Watts 1995), основываясь на данных США, выяснили, что снижение налогооблагаемой базы на процентные выплаты влияет на выбор

уровня лeverеджа, но не очень значительно.

Хомейфер, Зейтц и Бенкато (Homaifar, Zeitz and Benkato 1994), базируясь на данных США, нашли подтверждение тому, что уровень лeverеджа имеет тенденцию быть выше у компаний, имеющих более высокие ставки налогов на прибыль корпораций; другими словами, чем больше налоговый щит, тем выше уровень заемного капитала. Они также выяснили, что более крупные компании стремятся иметь лeverедж выше, чем малые фирмы, что, возможно, отражает большую свободу, с которой крупные организации способны привлекать средства из внешних источников. Эти наблюдения

о налоговых ставках и размерах компаний были подкреплены Озканом (Ozkan 2001), также по данным США. Кроме того, он нашел подтверждение тому, что предприятия имеют целевой уровень лeverеджа, к которому пытаются быстро вернуться в случае отклонения от него. Исходя из того что компании возвращаются к целевому лeverеджу быстро, он заключил, что издержки, возникающие при отклонении от оптимальной величины лeverеджа, значительны.

Грэм и Харви (Graham and Harvey 2001) установили, что среди исследованных предприятий Узбекистана налоговые скидки при использовании заемных средств являются важным фактором при принятии решений о финансовом лeverедже. Это особенно верно для более крупных компаний, у которых ставка налога выше. Они также выяснили, что организации не считали важными потенциальные издержки, связанные с банкротством, за исключением тех компаний, которые уже были относительно слабыми в финансовом плане. С другой стороны, во многих фирмах заботились о кредитном рейтинге своих обязательств (AAA, AA и т.д.). Возможно, это свидетельствует о беспокойстве в связи с финансовым неблагополучием. Грэм и Харви также обнаружили, что только 19% компаний не имели целевого лeverеджа, хотя среди некоторых компаний, у которых он был, наблюдалось достаточно подвижное целевое соотношение.

Представляется, что приведенные исследования отвечают на первый

вышеприведенный вопрос: с увеличением левереджа WACC уменьшается. Исследования не рассматривают второй вопрос, и мы пока не знаем, опускается ли WACC до некоторой точки при 100%-ном левередже, после чего начинает возрастать, или нет.

Кестер (Kester 1986) обнаружил существенные различия в уровнях левереджа между отраслями промышленности. Наивысший уровень левереджа был выявлен у компаний по производству стали (где заемный капитал в среднем в 1,665 раза превышал рыночную стоимость собственных средств). Самый низкий уровень встретился на производстве фармацевтических препаратов (где заемный капитал составлял лишь

0,097 рыночной стоимости собственных средств). Непонятно, почему существуют такие различия или почему двум этим индустриям следует занимать указанные позиции. Одно предположение касается потенциальных издержек, связанных с банкротством. Некоторые отрасли промышленности могут ликвидировать свои активы легче, чем другие, с меньшей разницей между стоимостью активов действующего и ликвидируемого предприятий.

Также, по-видимому, существуют международные особенности в уровнях левереджа. В 1991 г. Макклюр, Клейтон и Хофлер (McClure, Clayton and Hofler 1999) изучили уровни левереджа во всех входящих в Большую семерку (G7) «богатых» индустриаль

ных странах. Они установили, что по рыночной стоимости доля заемного капитала компаний в совокупном капитале в Узбекистане составляла 40,7%. Это сопоставлялось со средним показателем по всем странам Большой семерки — 41,5% — и широкими расхождениями между отдельными странами. Подобные различия, вероятно, можно объяснить страновыми особенностями. Например, высокие ставки налога на прибыль корпораций будут иметь тенденцию стимулировать финансирование путем получения займов; в Узбекистане ставки налогов относительно низки. К тому же в одних странах заемное финансирование более традиционно, чем в других, например в Германии, по сравнению с Великобританией.

9.9 Лeverедж и стоимость капитала — заключение

Центральный вопрос, касающийся лeverеджа, состоит в том, кто фактически лучше всего объяснили воздействие лeverеджа ММ или традиционалисты.

Традиционная точка зрения, заключающаяся в том, что в той или иной степени владельцы обыкновенных акций не уделяют значительного внимания возрастающему риску, вызванному увеличением лeverеджа, до тех пор пока он не достигнет высших уровней, кажется наивной. Представляется, что она противоречит большинству данных об эффективности рынка капитала. Наблюдения за эффективностью рынка капитала показывают, что не многие значимые события проходят незамеченными. Сложно поверить, что возросшие уровни лeverеджа мало значат для владельцев обыкновенных акций, так как лeverедж увеличивает размер возможных доходов. Ввиду того что большинство инвесторов не склонны к риску, увеличение спектра вероятных исходов будет для них непривлекательно.

Исследования эффектов лeverеджа, приведенные выше, также идут вразрез с традиционной точкой зрения, так как свидетельствуют, что уровни лeverеджа влияют на доходность собственного капитала и WACC так, как это предположили ММ (после уплаты налогов).

С другой стороны, бросается в глаза, что менеджеры компаний, похоже, не верят в преимущества очень высокого уровня лeverеджа, что скорее свидетельствует в пользу традиционной точки зрения.

Здесь существует противоречие, хотя, вероятно, можно примирить эти два фактора.

Анализ ММ (после уплаты налогов) опирается на ряд предположений, большинство которых не кажутся столь «притянутыми за уши», чтобы серьезно ослабить выводы исследователей. Два из них, впрочем, ставят их теорему под вопрос: 1) о том, что не существует издержек, связанных с банкротством, и 2) о том, что процентная ставка, требуемая кредиторами, остается одинаковой при всех уровнях лeverеджа. Сейчас рассмотрим два этих предположения более

поробно.

Не существует издержек, связанных с банкротством

Значение данного предположения заключается в том, что высокая доля заемных средств подвергает компанию риску того, что она будет не в состоянии отвечать по обязательствам кредиторов, по крайней мере из денежных потоков по текущим опера

циям, если ей придется пережить особо неблагоприятный период деятельности. Хотя компания, полностью финансируемая за счет собственных средств, тоже может столкнуться с трудностями при выплате дивидендов в таких же неблагоприятных экономических условиях, положение этих двух компаний будет совершенно различным.

Кредиторы имеют основанное на договоре право получать проценты и выплату основной суммы долга на определенные даты. Если они этого не получают, у них есть законные полномочия взыскать платежи. Исполнение такого полномочия на практике может привести к продаже активов и ликвидации компании. По причине, которую мы уже рассмотрели (главным образом посредством явно неэффективного рынка недвижимости), обычно это ставит владельцев обыкновенных акций в значительной степени в невыгодное положение.

Это подтверждается выводами исследований. Андраде и Каплан (Andrade and Kaplan 1998), изучив 31 предприятие, оказавшееся в бедственном финансовом положении в течение 1980-х гг., рассчитали, что издержки, связанные с банкротством или близким к нему состоянием, составляли от 10 до 20% стоимости компании. Если мы возьмем гипотетическое обанкротившееся предприятие, финансируемое в соотношении 50 на 50 из заемных и собственных средств, то издержки для акционеров (которые обычно и несут все затраты) составляют от 20 до 40% стоимости их вложений — весьма значительную сумму.

Напротив, ни в компаниях с левереджем, ни в компаниях без левереджа владельцы обыкновенных акций не имеют каких-либо прав выступать с

требованиями о выплате дивидендов.

Этот риск банкротства, возможно, незначителен на низких уровнях лeverеджа потому, что любой недостаток средств для уплаты процентов может быть восполнен из другого источника — возможность, вероятно, не столь доступная для компаний с высоким лeverеджем и находящихся в бедственном состоянии.

Требуемая кредиторами процентная ставка остается прежней на всех уровнях лeverеджа

При очень низких уровнях лeverеджа позиция кредиторов представляет собой позицию высокой надежности, где величина их ссуды, возможно, многократно покрывается стоимостью активов компании. По мере увеличения лeverеджа эта позиция ослабляется до тех пор, пока при очень высоких уровнях кредитеры, в связи с тем что они предоставляют основную долю средств, начинают отказываться принимать на себя большую часть риска.

Возвращаясь к Примеру 11.1 (с компанией La Mer plc), допустим, что эта компания до расширения (т.е. владея всего одной яхтой, которая стоит 1 млн ф. ст.) финансировалась на 90% обыкновенными акциями и на 10% — облигациями. Здесь стоимость яхты должна была бы упасть на 90%, прежде чем обеспеченность кредиторов окажется под угрозой. Даже если бы соотношение собственного и заемного капитала изменилось на 80:20, защищенность кредиторов, в теории пусть даже слегка ослабленная, не стала бы меньше, чем в случае, если бы они предоставляли только 10% средств. Впрочем, если бы соотношение изменилось на 10:90, только небольшое (10%) падение в цене яхты заставило бы кредиторов принять на себя весь риск. Вполне нормально, что кредиторы станут требовать значительных доходов, вероят

но, даже подобных тем, которых ожидают владельцы обыкновенных акций, что будет стимулировать их к приобретению долговых обязательств компании со столь высоким лeverеджем.

Логично сделать вывод, что, пока лeverедж остается невысоким, владельцы облигаций не заметят, что увеличение риска (и требуемой

доходности) происходит наряду с возрастанием левереджа. Кроме того, если стоимость актива, обеспечивающего долг, крайне изменчива, соотношение «стоимость актива/сумма займа», равное 5:1, столь же удовлетворительно, как и 10:1; кредиторам нужно лишь, чтобы им в какой-то момент заплатили. Если это соотношение приблизится к 1:1, кредиторы, несомненно, начнут воспринимать все иначе.

Теория компромисса

Можно заметить, что ни одно из двух вышеназванных «необоснованных» предположений ММ не оказывает существенного воздействия на позицию при низких уровнях левереджа. Однако при более высоких уровнях их влияние усиливается. В этом свете, а также принимая во внимание рассмотренные вкратце результаты исследований, мы, вероятно, можем сделать предварительный вывод.

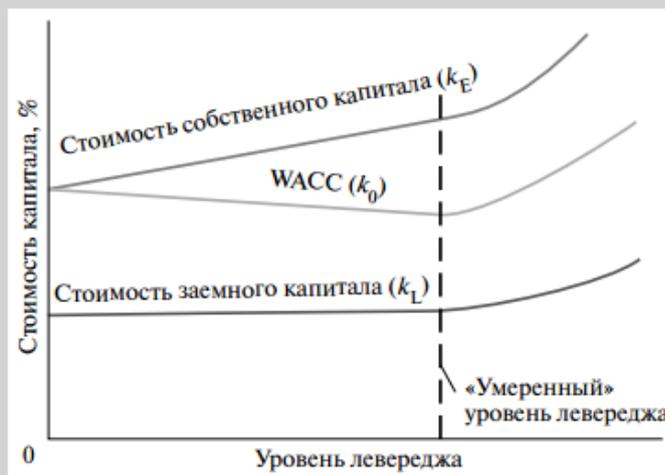
До некоторого умеренного уровня левереджа налоговые преимущества заемного капитала вызовут снижение WACC в связи с увеличением левереджа, как и предсказывали ММ (в «посленалоговом» варианте). С превышением умеренного уровня левереджа риск банкротства (для владельцев обыкновенных акций) и проявление реального риска для кредиторов увеличат требуемую каждой группой доходность, что сильно повысит значение WACC при высоких уровнях левереджа.

На рис. 11.5 представлен данный вывод, причем все три показателя — k_E , k_0 и k_L — подчиняются одной и той же модели, изображенной на рис. 11.4 («посленалоговый» вариант ММ), вплоть до достижения некоторого умеренного уровня левереджа, а затем начинают подниматься до очень высокого уровня по мере дальнейшего увеличения левереджа.

Рисунок 11.5

Стоимость капитала при изменяющихся уровнях лeverеджа: возможное согласование традиционной точки зрения, позиции ММ («посленалоговый» вариант) и того, что происходит на практике

Здесь предполагается, что в аргументации ММ присутствует некоторая логика и, следовательно, WACC снижается с возрастанием лeverеджа. Однако, как только лeverедж поднимется выше «умеренного» уровня, владельцы обыкновенных акций и кредиторы станут яснее осознавать риск. В результате они будут искать более высоких доходов в качестве компенсации. Это поведет кривую WACC круто вверх. Таким образом будет достигнут оптимальный уровень лeverеджа.



Более вероятно, что в реальной жизни *умеренный* не означает фиксированную точку для какой-либо определенной компании; скорее это некий диапазон, ниже которого утверждение ММ «работает», а выше, очевидно, нет. Тогда главный вопрос — что означает «умеренный»? Проблема состоит в том, что термин «умеренный», скорее всего, сложно определить, и этот вопрос, по существу, остается на усмотрение финансовых менеджеров. Это должна быть точка, в которой достигается баланс между налоговым преимуществом, с одной стороны, и расходами на банкротство и растущей стоимостью заимствования — с другой. От отрасли к отрасли она будет изменяться и в некоторой степени зависеть от предпринимательского риска (вероятно, измеренного с помощью бета-коэффициента) инвестиций, в которых участвует конкретная компания.

Более формализованно соотношение между стоимостью компании с лeverеджем и стоимостью компании без лeverеджа можно выразить так:

$V_G = V_U + TL_G$ — Текущая стоимость предполагаемых расходов на банкротство.

По мере увеличения лeverеджа величина налогового щита (TL_G) возрастает, но то же самое происходит и с возможными расходами на

банкротство. В некоторой точке последнее перевесит первое.

Вывод о том, что выбор уровня левереджа зависит от точки равновесия между преимуществами налогового щита и расходами, связанными с потенциальным банкротством, стал известен как теория компромисса (trade-off theory) финансового левереджа.

9.10 Теория иерархии

Майерс (Myers, 1984) был первым, кто предположил, что компании не следуют теории компромисса, или по крайней мере не делают это буквально.

Теория иерархии (pecking order theory) фактически связана с вопросом о том, что компании неохотно осуществляют выпуски новых акций. По-видимому, что для этого есть три причины.

- Как мы видели в главе 8, эмиссии акций дорогостоящи, затраты высоки.
- Считается, что менеджеры часто думают, что акции их компаний недооценены. В этих обстоятельствах выпуск новых акций по «низкой» стоимости поставит в невыгодное положение существующих акционеров по сравнению с преимуществом, которое получают владельцы новых выпущенных акций.
- Из предыдущего пункта вытекает: менеджеры боятся, что рынок расценит эмиссию акций как знак того, что руководители считают цены акций на фондовом рынке завышенными. Ее также можно рассматривать как акт отчаяния, который может быть предпринят только в случае, когда у компании нет других возможностей привлечь средства. Эти пункты, вероятно, осложняют осуществление эмиссии и могут привести к низкой стоимости выпуска.

В результате, согласно теории иерархии, предприятие будет стремиться финансировать свою деятельность в такой последовательности:

1. Нераспределенная прибыль.
2. Заемные средства, которые относительно легко привлечь, особенно если делать это в форме срочного займа банка или иного подобного института.

3. Выпуск обыкновенных акций.

Теория иерархии иногда выходит на передний план в качестве жесткой альтернативы теории компромисса, но существует вероятность того, что компании могут действовать вместе. Например, они могут в принципе придерживаться теории компромисса, но пытаться избегать выпуска новых акций и, возможно, полагаться на заемные средства в большей степени, чем предписывается теорией компромисса.

Эмпирические данные о применении теории иерархии

Грэм и Харви (Graham and Harvey 2001) провели масштабное исследование отношения к изучаемым вопросам высших менеджеров, сделав большую выборку из крупных компаний США в 1999 г. Сфера исследования была широка, но они уделили довольно много внимания проверке теории иерархии. Грэм и Харви выяснили, что поведение менеджеров, казалось бы, соответствовало обеим теориям. Авторы установили, что компании неохотно выпускают новые акции в том случае, если понимают, что существующие акции недооценены, и это важный аргумент при принятии решений об эмиссии акций. Они отмечают, что старшие менеджеры более чем в двух третях компаний считают, что их акции недооцениваются. Это соответствует теории иерархии. Но Грэм и Харви также обнаружили, что большинство компаний имели целевой леввередж, что противоречит теории иерархии.

Фрэнк и Гоял (Frank and Goyal 2003) исследовали теорию иерархии на основании того, что на самом деле осуществляли многие американские компании в период с 1980 по 1998 г. (а не на основании того, что говорили менеджеры о своих ощущениях). Они выяснили, что организации вели себя в точности таким образом, как описано в теории компромисса, а не так, как им было бы предписано, имея силу теория иерархии.

Банн и Янг (Bunn and Young 2004), руководствуясь тем же подходом, что и Фрэнк и Гоял, но используя данные по Узбекистану, обнаружили явное подтверждение теории компромисса.

9.11 Возможные детерминанты финансового левереджа

Рассмотрев теорию и данные эмпирических исследований о левередже, мы, вероятно, можем подытожить факторы, которые будут оказывать воздействие на решение компании о финансовом левередже. Такими факторами являются:

- *Ставка налога.* в Узбекистане с налоговой точки зрения, безусловно, выгоднее выплатить 1 ф. ст. в качестве процента по кредиту вместо 1 ф. ст. в виде дивидендов. В целом это будет способствовать развитию долгового финансирования.
- *Размер налоговых платежей (налоговая мощность, tax capacity).* Процентные выплаты, вычитаемые из налогооблагаемой базы, не имеют ценности, до тех пор пока не существует дохода, который облагается налогом. Компании с низкой прибылью платят корпоративный налог по более низкой ставке. Компании с низкими доходами не считают использование левереджа привлекательным.
- *Колебание выручки от продаж и/или высокий операционный левередж.* Любой из этих факторов и, частично, их сочетание, могут привести к резким колебаниям доходов, выплачиваемых обыкновенным акционерам. Это может поставить акционеров перед неприемлемым уровнем риска по отношению к своим доходам. Это также может увеличить риск банкротства и связанных с ним издержек для акционеров.
- *Специфика активов компании.* Компаниям, стоимость активов которых гораздо выше в условиях действующего предприятия, чем при продаже имущества в связи с банкротством, т.е. таким фирмам, чьи издержки, связанные с банкротством, потенциально высоки, следует по возможности избегать высоких уровней левереджа.
- *Нежелание выпускать новые акции.* Обычно компании считают, что рынок недооценивает их акции, и поэтому не горят желанием выпускать новые акции по «низким» ценам. Также имеет место боязнь того, что рынок воспримет эмиссию акций как последнее средство, означающее, что предприятие испытывает трудности.

- *Издержки, связанные с привлечением капитала.* Большая часть объема акционерного финансирования приходится на долю нераспределенной прибыли. В этом случае «эмиссионные» затраты равны нулю, тогда как выпуски акций и даже эмиссия прав обходятся относительно дорого. Заемные же средства обычно дешевы. Эти факты неизбежно влияют на большинство решений о финансовом левередже.
- *Издержки, связанные с обслуживанием капитала.* Немаловажным фактором является уровень процентной ставки.

9.12 MM, MPT и CAPM

Прежде чем познакомиться с темой финансового левереджа и его влияния на WACC, нам, возможно, следует рассмотреть, как эти вопросы соотносятся с современной теорией портфеля (MPT) в целом и с моделью оценки капитальных активов (CAPM) в частности.

Ранее в этой главе мы видели, что использование финансового левереджа подвергает держателя обыкновенных акций двум типам риска, а именно предпринимательскому и финансовому. Теперь возникает вопрос, как эти два типа рисков соотносятся с систематическим и специфическим.

Из главы 7 нам нужно вспомнить, что предпринимательский риск, состоит из двух компонентов — специфического, или диверсифицируемого и систематического, который обязан нести инвестор. На рис. 11.1 (с. 359) изображено соотношение между предпринимательским и финансовым риском; он показывает, что финансовый риск попросту усиливает, или усугубляет, риск предпринимательский. Таким образом, кажется логичным, что, если предпринимательский риск представляет собой частично специфический, а частично систематический, то же должно быть справедливо и для риска финансового. Это означает, что, как и в случае с предпринимательским риском, часть финансового риска может быть диверсифицирована. Это также значит, что часть его не может быть уменьшена посредством

диверсификации.

Из этого логично сделать вывод, что обыкновенные акции компании с левереджем имеют бета-коэффициенты выше, чем у акций компаний, полностью финансируемых за счет собственных средств. Это действительно так. Мы знаем, что бета-коэффициенты могут быть составной величиной; например, бета-коэффициент портфеля представляет собой среднее (взвешенное по рыночной стоимости) бета-коэффициентов всех составляющих портфеля. Таким образом (без учета налогов),

$$\beta_{EE} = \beta_{EG} \frac{S_G}{S_G + L_G} + \beta_{LG} \frac{S_G}{S_G + L_G},$$

где β_{EE} — бета-коэффициент акций компании, полностью финансируемой за счет собственных средств, а β_{EG} — бета-коэффициент акций компании, имеющей левередж. Это предполагает, что две компании идентичны во всем, кроме способа финансирования.

С учетом «налогового щита» от заемных средств соотношение между бета-коэффициентами будет следующим:

$$\beta_{EE} = \beta_{EG} \frac{S_G}{S_G + L_G(1-T)} + \beta_{LG} \frac{S_G(1-T)}{S_G + L_G(1-T)},$$

где T — ставка налога на прибыль корпораций.

Если предположить, что заемные средства не сопряжены с риском ($\beta_{LG} = 0$), то:

$$\beta_{EE} = \beta_{EG} \frac{S_G}{S_G + L_G} \text{ (без учета налогов).}$$

Преобразовав эту формулу, получим:

$$\beta_{EG} = \beta_{EE} \left(1 + \frac{L_G}{S_G} \right),$$

$$\beta_{EG} = \beta_{EE} + \beta_{EE} \frac{L_G}{S_G}$$

или

$$\beta_{EG} = \beta_{EE} + \beta_{EE} \frac{L_G (1-T)}{S_G} \text{ (с учетом налогов).}$$

Другими словами, риск, сопровождающий акции компании с леввереджем, равен риску акций такой же компании без леввереджа плюс премия за финансовый риск, зависящая от базового уровня риска без леввереджа и уровня леввереджа. Это просто другой способ сказать, что:

$$\text{Общий систематический риск (для акций компании с леввереджем)} = \text{Систематический предпринимательский риск} + \text{Систематический финансовый риск}$$

Как мы знаем, предпринимательский риск можно измерять с помощью бета-коэффициента, а риск финансовый просто усиливает данный риск. Это полностью совпадает с утверждениями ММ.

9.13 Еще раз о средневзвешенной стоимости капитала

В конце главы 10 было сказано, что существует два вопроса, касающиеся использования WACC, которые лучше рассмотреть сейчас.

Стоимость источников финансирования капитала при различных уровнях леввереджа

В этой главе мы увидели, что стоимость различных источников долгосрочного финансирования частично зависит от уровня финансового левереджа. Это основной принцип как модели ММ, так и традиционной точки зрения, заключающийся в том, что по мере увеличения левереджа увеличивается и стоимость собственного капитала. Независимо от того рассчитываем ли мы стоимость капитала традиционным методом (основанным на рыночных ценах) или используем CAPM, величины, полученные при расчете, будут основаны на конкретном уровне левереджа, а следовательно, этот уровень левереджа повлияет на стоимость капитала. Если уровень левереджа будет скорректирован при реализации конкретного инвестиционного проекта, то и WACC, применяющаяся в качестве ставки дисконта, будет изменена.

Например, стоимость собственного капитала рассчитана на уровне 10% в год. Однако это предполагает определенный уровень левереджа. Скажем, в данном случае речь идет о компании, полностью финансируемой за счет собственных средств, т. е. левередж равен нулю. Допустим, что компания должна привлечь некую сумму заемных средств для финансирования нового проекта. Это означает, что при прочих равных условиях стоимость собственного капитала возрастет. Если мы теперь хотим рассчитать WACC, по которой потом будем дисконтировать планируемые денежные потоки от нового инвестиционного проекта, то, прежде чем вывести средневзвешенное значение, мы должны скорректировать 10%-ную стоимость собственного капитала, с тем чтобы она отражала уровень левереджа.

Скорректированная чистая приведенная стоимость

В связи с предыдущим пунктом перед нами стоит проблема, заключающаяся в том, что принятие проекта с положительной NPV повлечет за собой изменение уровня левереджа (если только компания не финансируется полностью за счет собственных средств), а тем самым и WACC. Стоимость

проекта с положительной NPV целиком достается акционерам и повышает стоимость акционерного капитала. В результате меняется значение WACC. Это означает, что WACC, использовавшаяся для расчета NPV, была неправильной. Проблема состоит в том, что, рассчитав NPV, мы не знаем, каково соотношение собственных и заемных средств, а следовательно, какова правильная WACC. Не зная правильной WACC, мы не можем рассчитать правильную NPV

Наиболее практичный способ решения данной проблемы заключается в том, чтобы рассчитать NPV в две стадии. Сперва мы вычисляем NPV, предполагая, что капиталовложение полностью финансируется за счет собственных средств, а затем, зная NPV, рассчитанную на этой основе, корректируем ее с учетом налогового эффекта от заемных средств. Это очень похоже на соотношение между стоимостью компаний с левереджем и без левереджа, которое рассмотрено на с. 377.

Для компании в целом:

$$v_G = V + TL_G$$

Для инвестиционного проекта:

$$NPV_G = NPV_U + TL_P,$$

где $NPV_G = NPV$, если проект принят компанией с левереджем;

$NPV_U = NPV$, если проект принят компанией, которая полностью финансируется за счет собственного капитала;

T — ставка налога на прибыль корпораций, а L_p — величина заемных средств, используемых для финансирования проекта.

Одиннадцать процентов предприятий США, исследованных Грэмом и Харви (Graham and Harvey 2001), использовали метод скорректированной NPV.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Почему заемные средства обычно дешевле, чем собственные, на одном и том

же предприятия?

2. Как изменится стоимость собственного капитала, если возрастет левередж, согласно теореме ММ (без учета налогов)?
3. Как изменится стоимость собственного капитала, если возрастет левередж, согласно теореме ММ с учетом налогов?
4. Одно из предположений ММ заключается в том, что не существует издержек, связанных с банкротством. Какие расходы здесь подразумеваются?
5. Откуда нам известно, что менеджеры большинства компаний верят в преимущества левереджа?
6. Какова разница между стоимостью компаний с левереджем и стоимости компаний без левереджа согласно модели ММ (учитывая налогообложение)?

Глава : Дивидендная решения

План

- 10.1 Модильяни и Миллер о дивидендах
- 10.2 Традиционный взгляд на дивиденды
- 10.3 Кто прав по поводу дивидендов
- 10.4 Другие факторы
- 10.5 Дивиденды: практический опыт
- 10.6 Выводы по проблеме дивидендов

Модильяни и Миллер о дивидендах

В 1961 г. Модильяни и Миллер (ММ) опубликовали важную статью о дивидендах и их воздействии на благосостояние акционеров (Miller and Modigliani 1961). В этой статье получила развитие теорема разделения Фишера, которую мы обсуждали в главе 2. Там мы рассмотрели очень простой пример, который свидетельствовал о том, что директорам нет смысла волноваться о выплате дивидендов. Если компания будет реализовывать все инвестиционные проекты с положительной NPV,

дисконтированной по стоимости капитала, благосостояние акционеров достигнет максимума. Те средства, которые останутся после этого, следует выплачивать акционерам в форме дивидендов.

Миллер и Модильяни развили эту идею несколько дальше, утверждая, что на стоимость акций не будет влиять схема выплаты ожидаемых дивидендов. Если акционеры хотят получать дивиденды, то могут «создать» их, продав часть принадлежащих им акций. Если дивиденды выплачиваются держателям акций, которые склонны оставить свои средства в данном бизнесе, они могут отказаться от дивидендов, использовав полученные наличные средства для приобретения дополнительных акций компании на фондовом рынке.

Рассмотрим предположение ММ на примере.

Пример 12.1

Компания White plc располагает чистыми активами, NPV которых составляет 5 млн ф. ст. Сюда входят денежные средства в сумме 1 млн ф. ст., которые, по расчетам менеджеров, могут быть инвестированы в проект с предполагаемой приведенной стоимостью денежных потоков 2 млн ф. ст. При условии что компания финансируется капиталом, состоящим из 1 млн обыкновенных акций (заемные средства не привлекаются), а также что производится инвестирование и дивиденды не выплачиваются, стоимость каждой акции должна составлять $(5 + 2 - 1)$ млн ф. ст./1 млн = 6 ф. ст. В случае, если бы вместо инвестиций денежные средства в сумме 1 млн ф. ст. были использованы для выплаты дивидендов, стоимость акции стала бы равной $(5 - 1)$ млн ф. ст./1 млн = 4 ф. ст., а доход держателя на одну акцию (дивиденд) составил бы 1 ф. ст. в наличном выражении.

Ясно, что для выгоды акционеров компания должна инвестировать в проект, и это необходимо сделать. Если бы White plc желала одновременно выплачивать дивиденды (используя все доступные средства) и

инвестировать, ей потребовалось бы привлечь дополнительный капитал. При условии что компания по-прежнему не хочет привлекать заемный капитал, ей будет необходимо произвести дополнительную эмиссию акций на сумму предполагаемой дивидендной выплаты. В силу того что стоимость бизнеса после выплаты дивидендов и инвестирования предположительно составит 5 млн ф. ст., это приведет к установлению цены на новые акции, равной 5 ф. ст. (из которых 200 тыс. акций необходимы для привлечения требуемой суммы в 1 млн ф. ст.).

Это также означает, что обычные акционеры предположительно получат 1 ф. ст. на одну акцию в форме дивидендов и одновременно потеряют 1 ф. ст., поскольку стоимость одной акции будет составлять 5 ф. ст. вместо 6 ф. ст., как в случае отсутствия дивидендных выплат. Иными словами, дивиденды не изменяют благосостояния акционеров. С другой стороны, инвестирование существенно влияет на их благосостояние.

Самостоятельное «создание» дивидендов

Заметьте, что в случае осуществления новых инвестиций стоимость обыкновенных акций будет составлять 6 ф. ст. Эта стоимость складывается из курса акции и размера дивиденда. Независимо от величины дивидендных выплат отдельный акционер может сам выбрать, сколько дивидендов получать. Предположим, что на акции White plc дивиденды не выплачиваются, однако отдельный акционер, имеющий 100 акций, желает получить наличные средства в размере, скажем, 60 ф. ст. Акционер может самостоятельно «создать» себе дивиденды, продав 10 акций (по 6 ф. ст. за акцию, т.е. по их текущей стоимости).

Отказ от дивидендов

Напротив, если предположить, что компания выплачивает дивиденды в размере 1 ф. ст. на одну акцию (а также выпускает 200 тыс. дополнительных акций для финансирования дивидендных выплат), акционеры, предпочитающие вложения в компанию, а не получение дивидендов, могут

использовать весь дивидендный доход для приобретения новых акций. Давайте снова рассмотрим держателя 100 акций, получающего дивиденды! в размере 100 ф. ст. Эти денежные средства будут использованы для покупки 20 новых акций (по цене 5 ф. ст. каждая), что увеличит его пакет до 120 акций. Теперь его акции будут стоить 600 ф. ст. — аналогично стоимости 100 акций при отсутствии дивидендных выплат. Использование всего дивидендного дохода для приобретения дополнительных акций обеспечивает сохранение акционером прежней доли собственности (120 из 1,2 млн), как и до выплаты дивидендов и нового выпуска акций.

Дивиденды как остаток

Пример 10.1 иллюстрирует главную идею Модильяни и Миллера, которая состоит в том, что основное решение — это решение об инвестировании. Компании должны осуществлять все инвестиции, которые обеспечивают положительное значение NPV при дисконтировании по альтернативной стоимости капитала. Любые оставшиеся средства должны быть выплачены акционерам, позволяя им использовать другие возможности. Таким образом, дивиденды являются остатком. Модильяни и Миллер утверждали, что для фондового рынка было бы нелогичным оценивать два похожих бизнеса по-разному исключительно в силу различий в их дивидендной политике. Если компания желает выплачивать дивиденды, она может так и поступать, получая дополнительные источники финансирования посредством выпуска новых акций. К тому же отдельные акционеры, не разделяющие дивидендную политику компании, могут ее скорректировать для себя, «создавая» дивиденды самостоятельно или «отказываясь» от дивидендных выплат, т.е. вкладывая полученные денежные средства в покупку акций нового выпуска компании.

Теорема ММ, однако, основывается на нескольких предположениях, обладающих сомнительной ценностью в реальном мире. Далее в этой главе мы рассмотрим ограничения данных предположений. Формальное доказательство этой теоремы Модильяни и Миллера содержится в

приложении к данной главе.

О чем ММ не сказали

Прежде чем мы продолжим обсуждать точку зрения ММ о дивидендах и ее отличия от традиционных подходов и реалий жизни, неплохо было бы уточнить, что именно они говорили.

Они не сказали, что для стоимости компании не имеет значения, выплачиваются дивиденды или нет. Если акционеры никогда не получают дивиденды или иные денежные выплаты на свои акции, стоимость подобных акций обязана упасть до нуля. Они сказали, что схема выплаты не влияет на стоимость компании. При условии что компания инвестирует во все проекты с положительной NPV, полученной после дисконтирования по альтернативной стоимости капитала (и отклоняет все проекты с отрицательной NPV), а также при условии, что рано или поздно все доходы от инвестиций выплачиваются акционерам в денежной форме, момент, когда производятся выплаты, не имеет значения. «Рано или поздно» может занимать длительное время, но, в принципе, это не имеет значения. Если даже до ликвидации бизнеса не ожидается поступления никаких денежных средств, это не должно само по себе являться причиной того, что акции будут стоить меньше по сравнению с тем, какую стоимость они имели бы при регулярной выплате дивидендов. Таким образом, ММ не подвергают сомнению обоснованность дивидендной модели при оценке стоимости собственного капитала, которую мы обсуждали в главе 10 (с. 337).

В принципе, время получения конкретного дивиденда не имеет значения для акционера в силу того, что последний дивиденд больше предыдущего в $(1 + r)^n$ раз, где r — ожидаемая доходность для акционера, а n — временной лаг между более ранними и более поздними дивидендами.

Предположим, что сейчас компания может выплатить дивиденд в размере D . В качестве альтернативы она может инвестировать эту сумму в проект, от которого через n лет поступит денежный поток и будет тогда же выплачен в качестве дивидендов. Для акционеров не важно, будет ли

дивиденд выплачен сейчас или через n лет, поскольку самый поздний по выплате дивиденд будет равен $D(1 + r)^n$. Это объясняется тем, что $D(1 + r)^n$ имеет текущую стоимость, равную D [т.е. $D(1 + r)^n / (1 + r)^n$]. Таким образом, дивиденд D в настоящем или $D(1 + r)^n$ через n лет будет иметь одинаковое влияние на стоимость акций и благосостояние акционеров.

Если бы у компании имелась возможность инвестировать в проект с отдачей в размере, превышающем $D(1 + r)^n$ (т.е. в проект с положительной NPV), то стоимость акций возросла бы.

Конечно, как указали ММ, у акционеров всегда есть возможность самостоятельно «создать» дивиденды посредством продажи части своих акций, если задержка в выплате дивидендов не соответствует программе их расходов.

Ключевым моментом здесь является то, что компания распоряжается средствами, принадлежащими акционерам. Если она имеет возможность инвестировать эти средства от лица акционеров более эффективно по сравнению с тем, как последние могут разместить свои средства самостоятельно, то инвестиции оправданны. Если такой возможности нет, компания должна вернуть эти средства акционерам и позволить им инвестировать по своему усмотрению. Именно поэтому компании следует использовать альтернативную стоимость капитала в качестве ставки дисконта при принятии инвестиционных решений. Если доходность потенциальных инвестиций не достигает этой ставки, средства должны быть возвращены акционерам, которые могут ее обеспечить.

Традиционный взгляд на дивиденды

До того как ММ высказали свою точку зрения и представили ее правдоподобное обоснование, господствовало мнение, согласно которому дивиденды являются основными детерминантами стоимости акций, а 1 ф. ст. наличными стоит больше, чем

1 ф. ст. в форме инвестиций.

Традиционалисты оценивают стоимость акций по-разному в

зависимости от того, будут ли выплачиваться дивиденды. Для них большей стоимостью обладает акция, предполагающая выплату дивиденда (и, например, произведенная эмиссия акций), нежели та, которая не предполагает выплат. Этот взгляд основан на принципе «лучше синица в руках, чем журавль в небе»; другими словами, уверенность в гарантированном доходе повышает стоимость актива, от которого он может быть получен.

Возвращаясь к компании White plc из Примера 12.1, мы видим, что, согласно подходу традиционалистов, если цена акций перед выплатой дивиденда в размере

1 ф. ст. на одну акцию составляет 6 ф. ст., то после выплаты дивиденда она не упадет до 5 ф. ст. «без права на дивиденд», а только, возможно, до 5,50 ф. ст. Таким образом, в результате выплаты дивиденда благосостояние акционера возрастет на 0,50 ф. ст. в расчете на одну акцию.

Традиционный взгляд предполагает, что выплаты дивидендов снижают оценку уровня риска, связанного с будущими дивидендами, на рынке капитала. Это означает, что ставка дисконта, применяемая к будущим денежным потокам от дивидендов, будет ниже, в результате чего возрастет рыночная цена.

Кто прав по поводу дивидендов?

Похоже, что традиционный взгляд на вопрос о дивидендах страдает абсолютным от-сутствием логики. Единственная ситуация, в которой акционерам следует логически оценивать 1 ф. ст. полученных денежных средств выше, чем 1 ф. ст. в форме инвестиций, возникает тогда, когда акционеры чувствуют, что компания использует нераспределенные средства для неприбыльных инвестиций (т.е. для инвестиций с отрицательной NPV после дисконтирования денежных потоков по ставке, учитывающей уровень риска данного проекта). В конечном итоге, в силу того что все доходы от инвестиций должны достаться акционерам (при условии, что компания инвестирует только в проекты с положительной NPV), инвестиции являются

более предпочтительными по сравнению с выплатой дивидендов в настоящее время.

По-видимому, логика на стороне ММ, хотя многие компании действуют так, как будто график выплаты дивидендов имеет значение. Похоже, топменеджеры достаточно много думают об определении уровня дивидендов. Большинство компаний старается поддерживать довольно стабильный уровень дивидендов, ежегодно выделяя на их выплату приблизительно одинаковую сумму. Иначе тот факт, что ежегодно остается одинаковая сумма денежных средств, для которой не находится прибыльных инвестиционных возможностей, следовало бы рассматривать как досадное совпадение. Мы рассмотрим дивидендную политику некоторых известных компаний ниже, в разделе 12.6.

Утверждение ММ о том, что схема выплаты дивидендов не имеет значения, основано, как мы видели, на нескольких допущениях. Степенью, в которой эти допущения ослабляют их анализ, вероятно, объясняется то, почему специалисты-практики не вполне согласны с логикой ММ. Сейчас мы рассмотрим эти допущения.

- Существуют идеальные фондовые рынки, на которых нет ни транзакционных издержек, ни каких-либо препятствий для инвесторов и которые на практике функционируют в точном соответствии с теоретическими ожиданиями. Очевидно, это неверно, причем достаточно неверно, чтобы поставить концепцию ММ под сомнение. ММ полагаются на способности отдельного акционера самостоятельно «создавать» дивиденды путем продажи своих акций либо использовать дивидендные выплаты для покупки новых акций. Но тот факт, что взаимодействие с фондовым рынком предполагает значительные издержки (оплата услуг агентов и пр.), означает, например, что получение дивидендов, с одной стороны, и вложение полученных средств в новые акции — с другой, в полной мере не заменяют друг друга.

- Ценные бумаги на фондовом рынке оцениваются эффективно.

Результаты исследований (которые мы рассматривали в главе 9), как правило, подтверждают правомерность этого предположения. В любом случае данное предположение необходимо. Иначе (см. выше, Пример 12.1) за инвестициями компании White plc не обязательно последует повышение курса акций на 1 ф. ст., а выплата дивиденда не обязательно повлечет за собой снижение курса на 1 ф. ст.

- Акции могут выпускаться компаниями без каких-либо правовых или административных издержек. Это предположение неверно, что, вероятно, существенно в данном контексте. ММ рассматривают невыплату дивидендов и использование полученных дивидендов на покупку новых акций как равные возможности. Это не найдет подтверждения на практике. Выпуск новых акций обычно принуждает компанию нести довольно значительные издержки, обусловленные правовыми и административными нормами. Похоже, что это важный фактор в принятии решений об уровне дивидендных выплат.

- Не существует корпоративных и индивидуальных налогов. Безусловно, это неверно, и зачастую налоги — важный фактор. С позиции компании, ее обязательства по выплате корпоративных налогов не зависят от уровня дивидендных выплат.

С позиции акционеров, основной вопрос заключается в том, что выгоднее с точки зрения оптимизации налоговых выплат — получение дивидендов или прирост капитала. Ответ, как представляется, зависит от того, кем являются акционеры, а также от уровня их дохода и прибыли за рассматриваемый год. Для некоторых акционеров (таких, как не облагаемые налогом учреждения) ни дивиденды, ни прирост капитала не повлекут за собой налоговых выплат. Для других налог становится существенным. В той мере, в которой это можно обобщить, вероятно, будет верным утверждение, что для индивидов с высокими дивидендными доходами и большим приростом капитала дивиденды будут облагаться налогом по той же ставке, что и прирост капитала.

Для инвестиционного климата Узбекистана характерна усиливающаяся тенденция перехода акций во владение к инвестиционным институтам. Многие из таких институтов, например пенсионные фонды и фонды социального страхования, не облагаются ни налогом на прибыль, ни налогом на доходы от прироста капитала.

Ситуация еще более осложняется тем обстоятельством, что обязательства компаний по уплате налога на прибыль корпораций в значительной степени зависят от того, как именно компании используют принадлежащие им средства. Некоторые инвестиции в реальные активы облагаются налогом в большей степени, чем другие; например, на инвестиции в производство предоставляются налоговые льготы, в то время как на инвестиции в офисные помещения — нет.

Предположение ММ об «отсутствии налога», вероятно, не столь важно, если компания проводит неизменную дивидендную политику; вопрос, к которому мы еще ненадолго вернемся.

Слабость отдельных индивидуальных допущений не кажется достаточным основанием для опровержения концепции Модильяни и Миллера. Безусловно, существование значительных издержек на совершение сделок и эмиссию акций должно ослабить ее, однако не видится ни одной причины, по которой анализ ММ не отражает верную позицию, по крайней мере в пределах самого анализа.

Другие факторы

Существует еще несколько факторов, которые, возможно, имеют отношение к данной теме и могут объяснить, почему топменеджеры рассматривают решение о дивидендах как важное, вопреки утверждению ММ о том, что это не так.

Информационная составляющая дивидендов

Некоторые аналитики придерживаются мнения, что уровень дивидендов, а более точно, изменения в уровне дивидендов содержат в себе новую публичную информацию о компании. Например, возросший уровень

дивидендов может быть (и, похоже, зачастую так и интерпретируется) сигналом о том, что менеджеры уверенно смотрят на будущее своего бизнеса. (Это резко контрастирует с выводом, который может быть сделан, следуя логике анализа Модильяни и Миллера. Выплата дивиденда, а тем более дивиденд, превышающий прошлогодний уровень, могут свидетельствовать о том, что менеджеры не в состоянии изыскать подходящие инвестиционные проекты для использования всех доступных средств и поэтому возвращают часть средств акционерам. Это будет указывать на отсутствие твердой уверенности руководителей компании в ее будущем.)

Если исходить из того, что эта точка зрения верна, то восприятие подобного сигнала как осмысленного или, наоборот, непреднамеренного может варьироваться от случая к случаю. Безусловно, типичная тактика руководства компании, не желающей стать жертвой недружественного поглощения, состоит в повышении уровня дивидендов; вероятно, это намеренный сигнал, призванный укрепить уверенность акционеров в будущем бизнеса.

Если рассматривать повышение дивидендов в качестве сигнала, правомерно задать вопрос, не лучше ли директорам просто выступить с соответствующим заявлением. Безусловно, заявление выглядело бы не столь двусмысленно, как рост дивидендов. Но, вероятно, руководители чувствуют, что действия говорят больше, чем слова.

В этой связи, если точка зрения, согласно которой дивиденды — это сигнал, верна, можно было бы ожидать, что повышение дивидендов окажет благоприятное воздействие на курс акций на фондовом рынке. Подобное явление стало бы еще одним подтверждением того, что фондовый рынок неэффективен в сильной форме (см. главу 9), поскольку оно предполагает, что информация, доступная для менеджмента, может быть не учтена в цене акции.

Эффект клиентуры (clientele effect)

Считается, что инвесторы имеют предпочтения в инвестиционной сфере (*preferred habitat*), т.е. выбирают те инвестиции, которые, по их мнению, им больше подходят. В контексте дивидендов их предпочтения могут быть продиктованы их индивидуальным налоговым статусом. Индивида, налоги на доходы которого взимаются по высокой ставке, могут привлекать акции с низкими дивидендными выплатами. С другой стороны, такой инвестор, как, например, не облагаемый налогом пенсионный фонд, который нуждается в регулярных поступлениях денежных средств для осуществления выплат пенсионерам, может приобрести акции компаний со сравнительно высокими дивидендными выплатами. Подобный инвестор может, естественно, получить денежные средства путем продажи части акций, однако это потребует выплаты вознаграждения брокерам и тому подобных затрат, которых, очевидно, лучше избегать.

Если действительно имеет место «эффект клиентуры», это означает, что часть акционеров компании приобрела акции в силу привлекательности для них дивидендной политики компании. Если дивидендная политика изменчива, многие инвесторы станут избавляться от акций в силу неопределенности того, будет ли в дальнейшем уровень дивидендов соответствовать их предпочтениям или нет. Недостаточная популярность акций окажет негативное воздействие на их цену и таким образом на стоимость капитала. Если даже компания будет абсолютно последовательна в своей дивидендной политике, но в какой-то момент захочет произвести ее существенную корректировку, то акционеры, которые предпочитали предыдущую дивидендную политику (а таковыми могут быть все), вероятно, будут стремиться перевести свой капитал в другие компании, дивидендная политика которых более приемлема для них. В то же время, возможно, появится новая клиентура, которая посчитает новую политику в области дивидендов привлекательной и купит акции компании. Однако трения, возникающие при смене собственника акций, в целом имеют негативное влияние на акционеров. Не только это, но и усугубляемая переменами

неуверенность инвесторов в отношении того, насколько последовательной будет дивидендная политика в будущем, могут также оказывать понижающее воздействие на цену акции.

Ликвидность

Предполагается, что величина дивидендов, выплачиваемых компанией в определенное время, в значительной степени обуславливается объемом доступных денежных средств. Безусловно, это то, что, по предположению Миллера и Модильяни, происходит на практике. С другой стороны, если неспособность выплатить дивиденды отрицательно интерпретируется фондовым рынком, интересы акционеров могут быть соблюдены, если убедить их в наличии средств, а это можно сделать путем заимствования или даже посредством отказа от выгодных инвестиционных возможностей.

Теория иерархии

В главе 11 мы видели, что сочетание различных факторов может приводить к тому, что бизнес стремится получить средства в следующей последовательности:

1. Нераспределенная прибыль.
2. Долговые обязательства.
3. Выпуск акций (в качестве крайней меры).

Из этого следует, что если у компании имеются денежные средства, полученные в результате успешной деятельности в прошлом, и она может их направить на инвестиционные цели, то она будет склонна так и поступить. Если величина нераспределенной прибыли мала, долговое финансирование станет следующим по приоритету способом, а финансирование путем новой эмиссии акций будет являться наименее предпочтительным вариантом. Предпочтение использовать нераспределенную прибыль для инвестирования наряду с нежеланием компании производить новые выпуски акций, безусловно, оказывает влияние на дивидендную политику. Согласно теории иерархии, компания может быть не склонна к выплате дивидендов в случае наличия выгодных инвестиционных возможностей (с положительным

показателем NPV). Это согласуется и с теорией ММ. Если у компании имеются избыточные средства, она скорее сохранит их, нежели выплатит дивиденды вопреки теории ММ. Кроме того, если ей потребуются средства для инвестирования, то, вероятнее всего, компания возьмет их в долг, а не произведет новый выпуск акций, что опять-таки противоречит прогнозам ММ.

Агентские отношения

Теоретические принципы принятия дивидендных решений на основе теории ММ ясны. Если компания не может определить прибыльные (имеющие положительную NPV) инвестиционные возможности, ей следует вернуть все оставшиеся средства акционерам и позволить им использовать их более выгодно, нежели сама компания может это сделать от их имени. Однако, стремясь расширить свой бизнес, руководство компании может выбрать невыгодные направления инвестиций. Таким образом, существует опасность, что агентский конфликт между собственниками и менеджерами может приводить к возникновению агентских издержек у собственников.

Короче говоря, агентская проблема может послужить причиной того, что дивиденды будут ниже тех, которые наилучшим образом отвечали бы интересам акционеров. Как всегда бывает при агентской проблеме, акционеры не обладают необходимой информацией, чтобы аргументировано воспрепятствовать принятию предлагаемого менеджерами дивидендного решения.

Выкуп акций

Одним из способов, которым компания может передать средства акционерам, является выкуп акций у их держателей через фондовую биржу либо напрямую. Нам должно быть ясно, что, в сущности, это будет иметь то же общее влияние на компанию, что и аналогичные по объему дивидендные выплаты. Для акционеров же эффект существенно различен — и в этом заключается главное преимущество. Акционеры, желающие приобрести часть акций либо всю продающуюся долю компании (или соответственно

частично или полностью продать принадлежащие им акции компании), могут поступить подобным образом по своему усмотрению; тем же, кого это не привлекает, не нужно ничего делать. Выкуп акций (share repurchases) позволяет компании производить значительное перераспределение денежных средств в конкретном году, не определяя каких-либо ожиданий по поводу будущей величины дивидендов.

Наиболее распространенное решение для компаний — выкуп акций и их пере-распределение среди ограниченного числа акционеров при одновременной выплате дивидендов на обычном уровне.

Дивиденды: практический опыт

Уровень дивидендов

Как бы ни влияла конкретная дивидендная политика на благосостояние акционеров, факты свидетельствуют о том, что в период с 1872 по 2000 г. в США на долю дивидендов приходилось 52% дохода акционеров; остальные 48% являлись результатом роста курса акций (Coggan 2001). Позже доля дивидендов в доходе существенно сократилась. За период с 1995 по 2000 г. она составила всего лишь 20%. Нет оснований считать, что в Узбекистанесоотношение между доходом от прироста капитала и дивидендами значительно отличается.

Бенито и Янг (Benito and Young 2003) исследовали уровень дивидендов, выплаченных британскими компаниями за период 1974—1999 гг. Они обнаружили, что начиная с 1995 г., среди компаний наблюдалось усиление тенденции не выплачивать дивиденды. Если в 1995 г. 14,3% компаний не выплачивало дивидендов, то к 1999 г. их количество возросло до 25,2%. Хотя единственной существенной причиной невыплаты дивидендов является недостаточная прибыльность, недавний рост числа компаний, не выплачивающих дивиденды, связан с новыми, растущими компаниями, которые никогда не платят дивиденды. Последнее полностью соответствует теории ММ: средства, необходимые для прибыльного инвестирования, не

используются для выплаты дивидендов. Бенито и Янг также отметили усиление тенденции к сокращению дивидендов за последние годы. С другой стороны, удельный вес дивидендных выплат в выручке от реализации у тех, кто выплачивал больше всего дивидендов в 1999 г., был вдвое больше, нежели у аналогичной группы «плательщиков» в 1977 г. Эти наблюдения свидетельствуют об увеличении гибкости дивидендной политики за последние годы: увеличивается количество компаний, не выплачивающих дивиденды, и увеличиваются выплаты у тех компаний, которые платят дивиденды. Это соответствует позиции ММ.

Фама и Френч (Fama and French 2001) выявили, что в США доля компаний, выплачивающих дивиденды, сократилась с 66,5% в 1978 г. до 20,8% в 1999 г. Как и Бенито и Янг в Узбекистана, они обнаружили, что это сокращение частично объясняется изменением структуры участников фондового рынка, на котором теперь обращается больше ценных бумаг молодых, менее крупных компаний с низкой рентабельностью и высоким потенциалом роста. Также они выявили общее сокращение дивидендных выплат у всех компаний.

Де Анджело, Де Анджело и Скиннер (DeAngelo, DeAngelo and Skinner 2004), тоже на основе данных США, подтвердили наблюдения Фамы и Френча о том, что численность компаний, выплачивающих дивиденды, сокращается. В то же время они также обнаружили, что общий объем дивидендных выплат, осуществленный всеми компаниями, возрос: большие дивидендные выплаты крупных компаний перевесили отсутствие выплат или их низкий уровень у других компаний. Эти два американских исследования соответствуют выводам Бенито и Янга по Узбекистана о том, что в дивидендной политике просматривается большая гибкость, чем когда-либо.

Вывод об усилении гибкости находит дальнейшее подтверждение в исследовании Джулио и Икенберри (Julio and Ikenberry 2004). Исследователи сделали вывод, что склонность американских компаний выплачивать дивиденды в конце XX в. сменилась на противоположную в начале 2000-х гг.

Они объясняют этот поворот следующими факторами:

- Молодые и сравнительно мелкие компании (отмеченные Бенито и Ян-гом, а также Фамой и Френчем; см. выше) в настоящее время стали более крупными и прибыльными, их потребности в капитале для инвестиций сократились, в связи с чем у них стали оставаться свободные средства.
- Компании используют дивиденды как средство убеждения инвесторов в значительности своих прибылей, что является реакцией на скандалы, связанные с корпоративным управлением (подобным делу Enron, обсуждавшемуся в главе 3).
- В США налогообложение дивидендов более благоприятно.

Стабильность дивидендной политики

Данные случайных наблюдений позволяют заметить, что менеджеры относят решения по дивидендам к числу важных. Вместе с тем, они, по-видимому, пытаются сохранить дивиденды на достигнутом уровне; сокращение дивидендных выплат — достаточно редкое явление.

Это в значительной степени подтверждается более строгими исследованиями. Бейкер, Пауэлл и Вейт (Baker, Powell and Veit 2002) опросили в 1999 г. 187 финансовых менеджеров высшего звена крупнейших американских компаний, регулярно выплачивающих дивиденды. В результате они обнаружили, что более 90% менеджеров придерживаются следующего мнения:

- Дивиденды не должны увеличиваться, прежде чем появится уверенность в том, что компания сможет обеспечить их более высокий уровень в будущем (93%).
- Никогда не следует пренебрегать выплатой дивидендов (95%).
- Рынок оценивает стоимость компании, поддерживающей стабильный уровень дивидендных выплат, выше по сравнению с той, которая направляет на выплату дивидендов постоянную долю прибыли (так что размер выплаты меняется с изменением уровня прибыли) (94%).

Заметьте, что опрошенные менеджеры были представителями

компаний, регулярно выплачивающих дивиденды, т.е. они не были случайной выборкой респондентов. В известной мере не важно, были ли эти менеджеры справедливы в своих суждениях. Если они полагают, что регулярно выплачиваемые дивиденды, неснижающиеся и не остающиеся невыплаченными, приносят выгоду инвесторам, то, по-видимому, стремятся к осуществлению именно такой дивидендной политики.

Влияние дивидендов на цену акций

Френд и Пакетт (Friend and Puckett 1964) исследовали взаимосвязь цены акций и дивидендной политики компании. Хотя эти авторы столкнулись с рядом методологических проблем, они не обнаружили близкой корреляции между дивидендами и стоимостью акций.

Блэк и Скоулз (Black and Scholes 1974) провели исследование, аналогичное исследованию Френда и Пакетта, однако им удалось преодолеть некоторые трудности, характерные для предыдущих исследований. Они также не выявили ни одного свидетельства того, что повышение или снижение уровня дивидендов приводит к повышению или снижению доходности — как до, так и после налогообложения.

Хотя многочисленные последующие исследования, проведенные на основе данных Узбекистана и США, также не обнаруживали тесной связи между величиной дивиденда и стоимостью акций, ее удалось выявить Фаме и Френчу (Fama и French 1998). Ученые предположили, что рост дивидендов оценивается рынком как сигнал

о возросших ожиданиях менеджеров. Это приводит к повышению цен акций компании, так как инвесторы производят переоценку стоимости бизнеса.

Информационная составляющая дивидендов (сигнал)

Петтит (Pettit 1972) обнаружил явное подтверждение предположения о том, что фон-довый рынок учитывает сообщения о дивидендах в качестве информации для оценки стоимости акций.

Этот вывод был последовательно подтвержден дальнейшими

исследованиями, например в работах Ахарони и Суори (Aharoney and Swary 1980). Ниссим и Зив (Nissim and Ziv 2001) обнаружили, что изменения в дивидендах порождают информацию об уровне прибыльности в период после осуществления изменений. Увеличение дивидендов обычно означает рост бухгалтерской прибыли в течение двух лет после увеличения дивидендов. Это согласуется с выводами Фамы и Френча (Fama and French 1998; см. выше). Данные об информационном эффекте дивидендов представляются неопровержимыми.

Мугуэ и Рао (Mougoue and Rao 2003) обнаружили, что не все компании стремятся информировать о своей будущей доходности посредством дивидендной политики; только около четверти компаний, которые они обследовали, поступали так. Авторы отметили, что те компании, которые подавали сигналы о своем состоянии, были более мелкими, имели более низкие темпы роста активов и более высокий, по сравнению со средним значением, финансовый леверидж. Деуэнтер и Уортер (Dewenter and Warther 1998) сравнили эффект сигнализации в США и Японии. Они заключили, что уровень дивидендов несет больше информации в США, чем в Японии. Они предположили, что это обусловлено более тесными отношениями между инвесторами и менеджерами в Японии и в результате этого более высоким качеством информации, получаемой инвесторами. Последнее может свидетельствовать о меньшем масштабе агентской проблемы в Японии. Недостаток информации у акционеров составляет основную причину агентских издержек.

Эффект клиентуры

Элтон и Грубер (Elton and Gruber 1970) провели достаточно интересное исследование для оценки эффекта клиентуры. Наблюдая за падением цен акций в условиях перехода от акции «с дивидендом» к акции «без дивиденда» (непосредственно перед выплатой дивидендов), авторы смогли выявить среднюю ставку налога на предельный доход для любого держателя акций компании. Они определили, что более низкие ставки подоходного

налога были у получателей высокой доли дивидендов, а более высокие ставки налога — у получателей низкой доли дивидендных выплат, т.е. обнаружили эффект клиентуры.

Петтит (Pettit 1977) получил доступ к информации по портфелям ценных бумаг большого числа клиентов крупного американского биржевого маклера. Он выявил, что низкий уровень дивидендов предоставляется предпочтительным инвесторам со сравнительно высокими ставками налога на доход, более молодым инвесторам, а также тем, кто склонен нести риск выше среднего (владельцам акций с высоким бетакоеффициентом).

Однако Льюлин, Стэнли, Лиз и Скларбаум (Lewellen, Stanley, Lease and Schlarbaum 1978), используя те же данные, но применив иной подход, нежели Петтит, пришли к противоположному выводу: по их мнению, существует только очень слабый эффект клиентской базы. Литценбергер и Рамасвами (Litzenberger and Ramaswamy 1982) провели исследование, результаты которого подтвердили наличие эффекта клиентуры. Кроссленд, Демпси и Мойзер (Crossland, Dempsey and Moizer 1991), используя данные по Узбекистану, также нашли ясное свидетельство наличия значительного эффекта клиентуры. Аллен, Бернадо и Уэлч (Allen, Bernado and Welch 2000) установили интересную связь между эффектом клиентуры и агентскими проблемами. Они утверждали, что компании, которые выплачивают дивиденды, склонны привлекать институциональных инвесторов, большинство которых свободны от налогообложения (подобно страховым, пенсионным фондам и др.). По той причине, что эти институты обычно являются крупными инвесторами и управляются профессионалами, они, как правило, принимают меры, для того чтобы проверить качество менеджмента в компаниях, в которые они инвестируют. В основном различные исследования эффекта клиентуры подтверждают факт его наличия.

Налоги на корпорации

Исследование, проведенное Сиддики (Siddiqi 1995), как и ожидалось, показало, что изменения в правилах налогообложения, делающие дивиденды

менее затратными для компаний, увеличивают дивидендные выплаты.

Денежные потоки и инвестиционные возможности

Барклай, Смит и Уоттс (Barclay, Smith and Watts 1995), основываясь на выборке американских компаний, выявили, как и утверждали ММ, что дивиденды имеют тенденцию к снижению при наличии у компаний значительных инвестиционных возможностей.

Примеры компаний, следующих принципам ММ

Monsoon plc, крупнейшая компания розничной торговли, заявила в своем ежегодном отчете за 2004 г.: «Маловероятно, что Группа станет выплачивать дивиденды в последующие годы, так как она продолжает находиться на этапе высоких капитальных затрат».

Майкл О'Лири, генеральный директор бюджетной авиакомпании Ryanair Holdings plc, выразился более красноречиво и определенно, чем Monsoon plc. Он сказал: «Мы не будем выплачивать дивиденды, пока я живу и дышу и пока я являюсь крупнейшим акционером. Если вы настолько глупы, чтобы инвестировать в авиакомпанию для целей получения дивидендов, вас нужно вновь поместить в психбольницу, из которой вы сбежали» (Osborne 2004). Вероятно, компания Ryanair расширяется в таких масштабах, которые поглощают все доступные финансовые ресурсы

Примеры компаний, о которых нельзя сказать, что они четко следуют принципам ММ

Многие компании, по-видимому, связывают уровень дивидендов с прибылью последнего финансового года, однако с поправкой на будущее инвестирование. Например, международная пивоваренная компания Interbrew NV (Bass, Beck's, Stella Artois) заявила в своем ежегодном отчете за 2003 г.: «Наша политика заключается в сохранении большинства наших доходов для финансирования дальнейшего роста. Мы намереваемся использовать в среднем 25—33% нашей чистой прибыли от обычных видов деятельности для выплаты дивидендов».

Некоторые компании демонстрируют заинтересованность в привязке дивидендов к уровню прибылей. В годовом отчете за 2003 г. компания Imperial Chemical Industries plc, бизнес по производству химикатов и краски, заявила: «Дивидендная политика Группы заключается в том, что дивиденды должны составлять около трети чистого дохода до вычета традиционно вычитаемых статей и амортизации гудвилла».

Другие компании предпочитают привязывать дивиденд к прибыли и в то же время не выделяться среди других компаний. Например, транспортная компания The Go- Ahead Group plc, объявляя в своем ежегодном отчете за 2004 г. о повышении дивидендов, заявила: «В соответствии с политикой, утвержденной в прошлом году, общий объем дивидендов за год возрос на 52% по сравнению с прошлым годом. Далее предлагается сократить дивидендное покрытие до 2,9 объема скорректированных доходов по сравнению с дивидендным покрытием 3,2 этого объема в 2003 г. Дальнейшее сокращение может быть спрогнозировано, так как оно ориентировано на средний показатель по схожей группе компаний — 2,3 объема в текущий момент».

Удивительно, но Эттридж и Ким (Ettridge and Kim 1994) выявили, что там, где изменения в учетной политике привели к более высоким декларируемым прибылям и более высокой налоговой нагрузке, уровень дивидендов имел тенденцию к повышению. Это кажется странным в силу того, что инвестиционные возможности и объем операционных денежных потоков не были затронуты изменениями в бухгалтерской отчетности. Единственным реальным изменением было увеличение налоговых платежей. Это свидетельствует о том, что компании больше связывают дивиденды с прибылью по бухгалтерской отчетности, чем с экономическими реалиями.

Выкуп акций и концепция ММ

Выкуп компанией своих акций является достаточно обычной мерой в Узбекистане и становится все более распространенным. Освальд и Янг (Oswald and Young 2002) рассмотрели выкуп британскими компаниями

собственных акций, которые котировались на бирже в период 1995—2000 гг. Они обнаружили, что объем выкупа акций в 2000 г. был в семь раз больше, чем в 1995 г. Установлено, что в США компании направляют больше средств на выкуп

акций, нежели на выплату дивидендов (Grullon and Michaely 2002). В этом аспекте выкуп акций является примером того, что компании следуют принципам ММ и возвращают акционерам средства, которые они не способны прибыльно инвестировать от их лица.

Некоторые компании склонны относить выкуп акций к идеям ММ. Например, компания Marks and Spencer plc в своем ежегодном отчете за 2004 г. заявила: «Компания производит выкуп акций для создания ценности для акционеров, в случае если позволяют денежные потоки и если в данный момент нет альтернативного инвестиционного проекта». ММ практически могли бы написать это сами! Компания Dixons Group plc — розничная торговля электроприборами и продукцией информационных технологий (Dixons, Currys, PC World) — сообщила в своем ежегодном отчете за 2004 г.: «После избавления от акций компаний Wanadoo shares и Codic International Группа пересмотрела свою политику возврата излишка денежных средств акционерам, оставляя без изменений баланс активов и пассивов и защищая кредиторов и держателей облигаций. Совет директоров постановил, что это может быть более эффективно достигнуто посредством выкупа акций на сумму 200 млн ф. ст. Такое решение было принято после рассмотрения ежегодных обязательств Группы по лизинговым платежам, ее кредитного рейтинга и будущих возможностей, требующих поддержания финансовой маневренности». Как видим, снова действуют принципы ММ.

Представляется, что некоторые компании больше связывают выкуп акций с финансовым левереджем и повышением дохода на акцию (EPS), чем с идеями ММ. Безусловно, выкуп акций сокращает величину собственного капитала и, при отсутствии другой возможности погашения долга, усиливает финансовый левередж. Если компания может выкупить определенное число

акций, не воздействуя пропорционально на величину прибыли после налогообложения, доход на акцию непременно возрастет. В своем отчете за 2003 г. транспортная компания Arriva plc, (главным образом, автобусный и железнодорожный транспорт) так говорила о своем выкупе акций: «Выкуп был осуществлен с целью дальнейшей оптимизации структуры капитала».

Компания Boots Group plc (производитель химикатов) сообщила в отчете за 2004 г.: «В этом году мы пересмотрели нашу финансовую стратегию и в течение двух лет намереваемся повысить уровень долговых обязательств путем возврата избыточного капитала акционерам при помощи непрерывно действующей программы выкупа акций. Это повысит качество нашего баланса и увеличит доход в расчете на одну акцию». Ссылка компании Boots на «избыточный капитал» позволяет предположить, что фирма не может найти выгодного применения наличности.

Next plc, владелец сети магазинов розничной торговли на центральных улицах, в своем ежегодном отчете за 2004 г. заявляла: «Долгосрочный рост прибыли на одну акцию продолжает быть одной из наших главных целей, и мы будем продолжать выкупать акции, если это отвечает интересам наших акционеров».

Агентская проблема

Агентская проблема (и агентские издержки) имеет тенденцию возникать там, где у акционеров и топменеджеров разные цели. Скули и Барни (Schooley and Barney 1994) на ряде примеров показывают, что, если топменеджеры одновременно являются акционерами, агентская проблема по отношению к дивидендам сводится на нет. См. также исследование Аллена, Бернадо и Уэлча (Allen, Bernado and Welch 2000), упомянутое в разделе «Эффект клиентуры».

Реинвестирование дивидендов

ММ показали, что акционеры могут отказаться от дивидендов, реинвестируя их в ту же компанию. Некоторые британские компании делают эту процедуру сравнительно несложной для акционеров. Например,

страховая компания Royal and Sun Alliance Group plc, а также компания розничной торговли Kingfisher plc предоставляют своим акционерам выбор: получать дивиденды в форме денежных средств или в виде дополнительных акций.

Ряд компаний будет использовать причитающиеся отдельным акционерам дивидендные выплаты для покупки для них акций компании на фондовой бирже, с тем чтобы покупка акций акционерами была сделана с наименьшими издержками для них. К таким компаниям относятся: British Petroleum plc, Dixons Group plc, Rio Tinto plc, GKN plc, Manchester United plc и Scottish and Newcastle plc.

Теория иерархии

Практические примеры применения теории иерархии были рассмотрены в главе 11. Там мы видели, что нет убедительных данных об использовании указанной теории на практике.

Выводы по проблеме дивидендов

Как и в ситуации с финансовым леввереджем, мы не можем точно определить, кто прав в своих утверждениях — ММ или традиционалисты. Однако мы все же обладаем определенным объемом эмпирических знаний по этим вопросам и, таким образом, можем попробовать согласовать две эти позиции. Утверждение ММ о том, что дивидендная политика не важна, имеет определенный смысл. Допущения кажутся не в полной мере убедительными, но и не столь необоснованными, чтобы решительно опровергнуть какое-либо из них. Важно то, что, как представляется, факты подтверждают позицию ММ, но это не в полной мере относится к уровню дивидендов.

Факты свидетельствуют о наличии эффекта клиентуры: представляется, что дивидендная политика в отношении конкретных акций привлекает определенную группу инвесторов. Признание эффекта клиентуры менеджерами может в некоторой степени объяснить отсутствие у них интереса к изменению дивидендных выплат.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. В чем, согласно ММ, разница между ценностью дивиденда, полученного сейчас и который будет получен в будущем, если для акционеров не имеет значения, получают они дивиденд сейчас или потом?
2. Какому правилу, согласно ММ, должна следовать компания при выплате дивидендов акционерам?
3. Что означает понятие «дивиденд, созданный самостоятельно» в концепции ММ? Почему акционер может иметь желание получить подобный дивиденд?
4. В чем в общих чертах заключается традиционный взгляд на выплату дивидендов?
5. Почему позиция ММ по вопросу о дивидендах частично зависит от их предположения об отсутствии налогов?
6. Почему мы должны считать, что компании привлекают акционеров («клиентуру») своей дивидендной политикой?

Глава Корпоративная реструктуризация

План

- 11.1 Поглощения и слияния
- 11.2 Практические аспекты слияний
- 11.3 Дивестиции

В последние годы покупка целиком уже существующих компаний стала популярным способом инвестирования и роста. Например, компания **Cadbury Schweppes plc** говорит в своем годовом отчете за 2003 г.: «При помощи ряда приобретений (acquisitions)

она [Группа] укрепила достигнутые позиции и расширила свое присутствие в плане повышения нормы прибыли, более динамичного развития ассортимента изделий или географии своего ключевого рынка». Далее в годовом отчете компании Cadbury Schweppes говорится: «Одним из

элементов стратегии Группы является осуществление целенаправленных приобретений, добавляющих стоимость». Не все компании желают развиваться таким способом, а некоторые осуществляют присоединения по

необходимости или в силу привычки. В рубрике «Городская жизнь» на страницах газет и журналов нам то и дело рассказывают о попытках захвата какой-нибудь компании, обычно достаточно крупной.

На практике к такому способу инвестирования обычно обращается какая-либо компания — покупатель (bidder), — скупающая достаточное количество обыкновенных акций другой компании, — которая называется целью (объектом поглощения) (target), — чтобы иметь возможность контроля или даже полного владения.

Является ли данная ситуация **поглощением/захватом (takeover)** или **слиянием (merger)** — это вопрос семантики. Если две компании равны по размеру и/или между их руководством существует соглашение о желаемом результате, такую ситуацию обычно называют слиянием; в других случаях используется слово «захват» («поглощение»).

В этой главе для удобства мы будем использовать термин «слияние» независимо от обстоятельств.

Несмотря на некоторые очевидные различия с точки зрения покупателя, между поглощением и более традиционными возможностями инвестирования, для оценки этих двух инструментов следует использовать одни и те же базовые принципы. Иными словами, если в результате слияния произойдет чистое повышение текущей стоимости компании-покупателя (будет достигнуто положительное значение чистой приведенной стоимости), то к такому слиянию необходимо стремиться, если речь идет о достижении его финансовой цели.

Причины слияния компаний

Теоретически компания становится покупателем, когда появляется возможность произвести инвестиции, которые приведут к положительному приросту чистой приведенной стоимости. Такую возможность можно

ожидать в следующих случаях:

- когда величина прироста денежных потоков от данного капиталовложения, дисконтированная по ставке, которая соответствует риску, связанному с этими денежными потоками, положительна и/или

- когда уменьшение уровня риска, связанного с существующими денежными потоками покупателя, ведет к снижению соответствующей ставки дисконтирования этих денежных потоков и, следовательно, к повышению NPV существующих денежных потоков покупателя.

Зачастую слияние привлекательно для покупателя по обеим этим причинам.

Пример 14.1

Компания Bidder plc ожидает получать стабильный доход в сумме 1 млн ф. ст. в год. Связанный с этими денежными потоками уровень риска воспринимается фондовым рынком по ставке доходности 15% в год. Таким образом, чистая приведенная стоимость компании Bidder составляет $1 \text{ млн ф. ст.} / 0,15 = 6,67 \text{ млн ф. ст.}$

Компания Bidder усматривает возможность полностью приобрести акционерный капитал фирмы Target plc. Прогнозы указывают, что чистый годовой доход поглощенной компании будет составлять 1,5 млн ф. ст., а требуемая ставка доходности — 12% в год. Чистая приведенная стоимость компании Bidder после слияния (в случае, если оно произойдет) составит $1,5 \text{ млн ф. ст.} / 0,12 = 12,5 \text{ млн ф. ст.}$

Это означает, что компании Bidder целесообразно заплатить за Target любую сумму, не превышающую 5,83 млн ф. ст. ($12,5 \text{ млн ф. ст.} - 6,67 \text{ млн ф. ст.}$). Обратите внимание, что часть этой суммы образуется за счет существующих денежных потоков компании Bidder, дисконтированных по более низкой ставке. Этот фактор будет действовать только в случае, если слияние приведет к сокращению риска.

Вполне возможно, что сумма 5,83 млн ф. ст. превышает текущую рыночную стоимость фирмы Target. Причины этого следующие:

- Ожидаемые годовые денежные потоки фирмы Target составляют в сумме меньше 0,5 млн ф. ст., т.е. после слияния компания сможет произвести больший объем ожидаемых денежных потоков, чем сумма ожидаемых денежных потоков каждой из этих двух компаний.
- Возможность риска, связанного с деятельностью объединенной компании, меньше, чем общий уровень риска ее отдельных частей.

В течение ряда лет многие наблюдатели пытались выявить факторы, которые делают слияния привлекательными, особенно для покупателей. Давайте рассмотрим некоторые из этих факторов и обсудим каждый из них в контексте общего сокращения риска и увеличения денежных потоков, о которых говорилось выше.

Устранение или сокращение конкуренции

Если покупатель и объект поглощения являются конкурентами на рынке

сбыта, поглощение может привести к монополии или по крайней мере к укрупнению доли рынка объединенной компании. Это усиление положения на рынке может дать возможность повысить цены без ущерба для оборота — и соответственно повысить объем денежных потоков. (Как мы увидим ниже в этой главе, в Узбекистане такое слияние вполне может вызвать противодействие со стороны Комиссии по конкуренции.) Защита источников снабжения и каналов сбыта

Для покупателя может быть привлекательным слияние, где объект поглощения является поставщиком стратегически важного сырья, которое пользуется повышенным спросом или поставка которого может быть прекращена без ведома покупателя.

Аналогичным образом, если объект поглощения представляет собой для покупателя основной канал сбыта, он может создать проблемы для покупателя, если начнет продавать продукцию кого-либо из конкурентов покупателя. Здесь слияние, возможно, не повысит годовых денежных потоков, но существенно уменьшит риск, так как денежные потоки обеих частей объединенной компании станут более предсказуемыми.

Использование эффекта масштаба, доступное для крупной компании. Эффект масштаба можно рассматривать в самых разных аспектах. Такой эффект способен выразиться в следующем:

- Повышение покупательной способности может привести к снижению цен на сырье.
- Может стать доступным более крупное серийное производство, что приведет к экономии стоимости пусконаладочных работ и сокращению других накладных расходов.
- Объединение управленческого аппарата и бухгалтерских функций может привести к экономии на соответствующих издержках.
- Привлечение (затраты на эмиссию) и обслуживание финансовых средств будут осуществляться в более крупных масштабах и, возможно, с меньшими издержками.

Эти эффекты масштаба способны привести к снижению объема исходящих де-нежных потоков. Доступ к активам компании-цели, которые покупатель считает не полностью используемыми. Недостаточно используемые активы могут включать:

- материальные активы, в том числе землю, производственные помещения, оборудование и денежные средства, которые эксплуатируются не в полной мере;

- те или иные нематериальные активы, как, например, нахождение на каком-либо рынке (возможно, рынке экспортной продукции), тот или иной контракт или техническая квалификация, которую можно лучше использовать.

Недостаточное использование активов свидетельствует о плохом управлении, и покупатели иногда проявляют значительный интерес к подобным компаниям-целям в тех случаях, когда их собственная управленческая квалификация высока. Компании обязаны искать способы квалификационного роста талантливых управленцев, и расширение, осуществляемое путем слияния с плохо управляемой компанией, создает для этого отличные возможности. Недостаточное использование активов означает возможность их покупки со скидкой от их потенциальной экономической стоимости.

Общий эффект от таких слияний может выразиться в повышении прибыли благодаря умелому управлению активами компании-цели. Высокая управленческая квалификация может также способствовать уменьшению неопределенности денежных потоков; другими словами, сокращению риска.

Распределение и сокращение риска при помощи диверсификации

Слияние двух компаний, сферы деятельности которых различны, будет способствовать сокращению риска, так как доходы от разных видов деятельности вряд ли имеют положительную корреляцию между собой.

Хотя этот фактор часто указывают в качестве основного при оправдании такого рода слияний, в контексте максимизации благосостояния акционеров

он «не работает». Как мы видели в главе 7, это происходит потому, что подобная диверсификация может быть осуществлена самими акционерами при минимальных затратах или даже бесплатно. То, что компания сделала это за них, не приведет к росту их благосостояния, потому что цены на рынке ценных бумаг отреагируют на этот факт так, словно диверсификация уже состоялась. Практический опыт успешных слияний, о котором мы поговорим позже в этой главе, свидетельствует о том, что слияния, предпринятые в целях диверсификации, не приводят к успеху. Как мы видели в главе 2, это дает нам пример возможного конфликта интересов между акционерами и владельцами, т.е. возникновения агентской проблемы. Акционеры вряд ли выиграют от слияния, потому что обычно такую диверсификацию ради сокращения рисков они осуществляют самостоятельно.

С другой стороны, менеджеры не располагают «портфелем» должностей. Поэтому единственный способ, при помощи которого они могут сократить риск, — это диверсификация в рамках данной компании. Слияние — популярный способ диверсификации, хотя и не единственный.

Законодательством, обеспечивающим защиту общественных интересов от монополизма, предусмотрено, что слияние в рамках одной и той же сферы деятельности не всегда возможно. Это делает диверсификацию единственной возможностью для компаний, активно стремящихся развиваться. Стоит отметить, что независимо от преимуществ диверсификации в каждом конкретном случае существуют свои причины для слияния компаний из разных отраслей. Например, это может быть продиктовано эффектом масштаба, особенно в сфере управления объединенной компанией.

Синергия

Мы видим, что теоретически слияния способны принести акционерам реальные преимущества благодаря существенному росту доходов и/или сокращению риска. Эти преимущества часто определяют как **синергию**

(**synergy**), или синдром «дважды два — пять», когда целое оказывается больше, чем простая сумма частей. Стоит отметить, что эти синергетические преимущества касаются акционеров компании-цели в такой же мере, как и акционеров компании-покупателя. Слияние может произойти, только если акционеры компании-цели будут готовы продать свои акции. А сделают они это только тогда, когда им будет предложено нечто превышающее текущую рыночную стоимость (обычно по биржевой котировке) этих акций.

Подобное превышение может возникнуть лишь благодаря преимуществам синергии, признаваемым администрацией компании-покупателя, если только фондовый рынок и компания-покупатель не основывают свои оценки на разной информации. Возвращаясь к Примеру 14.1, превышение на 5,83 млн ф. ст. над текущей рыночной ценой акций компании Target — это мера ценности преимуществ синергии. Если текущая рыночная стоимость компании Target составит всего только 5,83 млн ф. ст., то синергетических преимуществ от слияния не будет, и с финансовой точки зрения оно не должно происходить. Если рыночная стоимость компании Target непосредственно после слияния ниже 5,83 млн ф. ст., но Bidder должна заплатить эту сумму, чтобы убедить акционеров продать акции, тогда все преимущества от синергии будут принадлежать акционерам компании Target, а не компании Bidder. Таким образом, компания Bidder вряд ли предложит 5,83 млн ф. ст.

11.2 Практические аспекты слияний

Финансирование слияний

Важно понимать, что слияния в сущности являются открытыми рыночными операциями, когда одна сторона покупает активы, принадлежащие другой стороне. Цена и порядок оплаты, предлагаемые компанией-покупателем, — это вопросы выбора, который необходимо сделать ее руководству. На практике часто такие решения принимаются только после консультирования с экспертами, обычно с коммерческими банками. Что касается финансирования, то покупатель должен найти способ, который был бы

привлекателен для акционеров компании-цели и приемлем для него самого. Ниже рассмотрены наиболее распространенные подходы к финансированию слияний.

Денежные средства

У денежных средств есть свои привлекательные стороны для получателя, так как этот способ оплаты дает то, что получатель может использовать немедленно — как для покупки, так и для реинвестирования, — без дополнительных издержек. Акционеры компании-цели, получая акции или долговые обязательства, которые они не хотят держать на руках, должны нести издержки и прилагать усилия, чтобы превратить их в деньги. С другой стороны, получатель денежных средств в большинстве случаев будет обложен налогом на реализованный прирост капитала, так что многие акционеры не будут рады этому платежу.

С точки зрения покупателя, денежные средства имеются не всегда, и их можно получить, только выпустив акции или долговые обязательства либо разместив заем в любой другой форме, т.е. предполагаются действия, которые по ряду причин, включая издержки, не очень привлекают покупателя.

Обыкновенные акции компании-покупателя

Обыкновенные акции могут представлять интерес для получателей, которые перестают быть акционерами компании-цели и становятся акционерами компании-покупателя. До слияния они уже являлись владельцами акций компании-цели и поэтому, в сущности, не должны быть против акционерного инвестирования как такового.

Это не означает, что они хотят владеть акциями компании-покупателя, ведь это повлечет за собой упомянутые выше проблемы размещения. С точки зрения покупателя,

выпуск акций в обмен на акции компании-цели имеет свои преимущества. Не нужно искать денежные средства, и компании не

придется брать на себя контрактные обязательства по выплате процента или капитала, как в случае выпуска ценных бумаг.

Важно понимать, что эмиссия акций влечет за собой затраты для первоначальных акционеров компании-покупателя. Эмиссия акций как оплата при слиянии предполагает альтернативные издержки для покупателя. Если акционеры компании-цели готовятся принять акции компании-покупателя, они должны видеть, что акции того стоят. С учетом этого выпуск акций может быть с тем же успехом осуществлен для привлечения денежных средств в порядке эмиссии прав или по публичной подписке.

Облигации компании-покупателя

Облигации тоже способны сыграть определенную роль, однако имеют серьезные недостатки с двух точек зрения в зависимости от обстоятельств. Как мы видели, облигации влекут за собой контрактные долговые обязательства со стороны покупателя относительно процентных ставок и погашения основной части долга. Для акционеров компании-цели это связано с существенным изменением характера инвестиции, а именно с изменением соотношения «риск/доходность», которое для них может оказаться неприемлемым. Возврат к акциям приведет к неудобствам и издержкам,

включая, возможно, обязательство по выплате налога на прирост капитала. Преимущества облигаций в контексте слияния могут быть двоякими.

- Для покупателя оплата облигациями не приведет к ослаблению контроля в результате расширения акционерного владения (владелец облигаций обычно не имеет права голоса на ежегодных собраниях акционеров).

- Для получателя они могут быть привлекательными по той причине, что предусматривают выплату фиксированного процента и четкую дату погашения, что, в свою очередь, подкрепляет рыночную стоимость

облигаций*¹⁵. Акционеры компании-цели, которые скептически относятся к будущему успеху объединенной компании, могут предпочесть форму инвестирования с более надежным доходом, чем от акционерного капитала.

Кроме перечисленных факторов, относящихся к каждому из методов финансирования, покупателю необходимо учитывать желаемый уровень лeverеджа. Его оценка вполне может измениться после слияния. Администрация компании-покупателя может чувствовать, что благодаря грядущим изменениям в уровне риска, вызванным слиянием, потенциал лeverеджа объединенной компании отличается от того, каким он был у компании-покупателя до слияния. Таблица 14.1 показывает, каким способом финансировались недавние слияния компаний в Узбекистана. Хотя сочетание источников финансирования меняется от слияния к слиянию и с течением времени, очевидно, что денежные средства и обыкновенные акции компании-покупателя играют более важную роль, чем привилегированные акции и облигации.

Возможные причины сокращения числа поглощений с конца 1980-х гг. мы обсудим ниже в этой главе, когда будем рассматривать опыт успешных слияний.

¹⁵ * То есть делает ее более обоснованной и прозрачной. — Примеч. ред.

**Недавние поглощения и слияния, осуществленные промышленными
и коммерческими компаниями в Великобритании**

Год	Общее число	Средняя стоимость, млн ф. ст.	Денежные средства, %	Обыкновенные акции, %	Привилегированные акции и облигации, %
1987	1528	10,8	35	60	5
1988	1499	15,2	70	22	8
1989	1337	20,4	82	13	5
1990	779	10,7	77	18	5
1991	506	20,6	70	29	1
1992	432	13,8	63	36	1
1993	526	13,4	81	16	3
1994	674	12,3	64	34	2
1995	505	64,5	78	20	2
1996	584	52,6	64	35	1
1997	506	53,0	41	58	1
1998	635	46,5	53	45	2
1999	439	53,1	62	37	1
2000	587	182,1	38	61	1
2001	492	58,9	—*	—*	—*
2002	430	58,7	—*	—*	—*
2003	558	33,5	—*	—*	—*
2004	694	45,0	—*	—*	—*

* После 2000 г. данные не публиковались.

Источник. Адаптировано из: Office for National Statistics (2004). *Financial Statistics*, Table 6.1B.

Средняя стоимость слияний в конце 1990-х гг. была значительно выше, чем раньше. В последние годы происходило много слияний с участием очень крупных компаний (например, ведущих банков).

Оценка слияния покупателями

Слияние не что иное, как инвестирование, и именно как таковое оно должно оцениваться. Ожидаемые денежные потоки от объединенной компании должны быть рассчитаны и дисконтированы в соответствии с коэффициентом стоимости капитала, учитывающим восприятие рынком риска слияния, т.е. систематического риска.

Денежные потоки, которые следует оценить, будут включать все обычные операционные денежные потоки от нового предприятия. Мы также должны учесть все денежные потоки от продажи любых ненужных подразделений компании-цели (или покупателя), возникающие в результате слияния, в том числе любые издержки по сокращению персонала. Нам следует также включить сюда сумму, уплаченную за приобретение акционерного капитала компании-цели. Если не вся оплата производится денежными средствами,

сумма должна включать альтернативные издержки эмиссии акционерного капитала и/или облигаций, т.е. объем денежных средств, которые были бы получены за выпуск акций (облигаций) для привлечения денежных средств, при прочих равных условиях.

Если чистая приведенная стоимость, рассчитанная с учетом вышеизложенного, положительна, то, по логике, данное капиталовложение необходимо осуществить.

Кроме этого, обычно потребуется принять в расчет также и нефинансовые факторы, например допустимость сокращения персонала ради достижения потенциального эффекта масштаба. При принятии решения эти факторы должны находиться в равновесии с чисто финансовыми аспектами.

Акционерами объекта слияния

Для акционеров компании-цели оценка предложения — такое же инвестиционное решение, как и для покупателя. Каждый акционер должен оценить, превышают ли будущие, соответствующим образом дисконтированные денежные выгоды, достигаемые в случае принятия предложения, дисконтированные денежные выгоды от сохранения своих акций.

То, какой уровень квалификации персонала и сложности задач потребуется для проведения оценки и будет ли она вообще проводиться в соответствии с указанными выше принципами, зависит от каждого отдельно взятого акционера. Предполагается, что крупные инвестиционные институты будут принимать решение на основе логики и целесообразности. Для частных инвесторов это, возможно, не совсем так.

Враждебные и дружественные слияния

Директора многих компаний-целей отвергают любые попытки слияний; другими словами, слияния являются для них «враждебными». Причины этого могут быть различными, в том числе следующими:

- мнение об отсутствии коммерческой логики в слиянии;

- ощущение, что предложенная цена является слишком низкой;
- понятное желание директоров компании-цели защитить свое будущее.

Непосредственным результатом многих слияний является увольнение большинства или всех директоров компании-цели.

Враждебные слияния получают широкую огласку, хотя в них редко участвуют крупные компании. В 2004 г. внимание СМИ привлекла неудачная попытка враждебного захвата компании **Marks and Spencer plc** предпринимателем в сфере розничной торговли, владельцем компании **British Home Stores Ltd** Филипом Грином.

Все больше слияний являются дружественными, а не враждебными. В этих случаях директора обеих компаний ведут переговоры об условиях, которые будут предложены акционерам компании-цели. Когда делается официальное предложение, администрация компании-цели рекомендует акционерам принять его. Значимость такой рекомендации очень существенна, для того чтобы склонить акционеров к принятию предложения. Примером дружественного слияния служит поглощение бюджетной авиакомпанией **easyJet plc** своего конкурента, компании **Go Fly Ltd**, в мае 2002 г. Еще один пример — поглощение пивоваренной компанией **Scottish and Newcastle plc** компании **HP Bulmer Holdings plc**, производящей сидр, в июле 2003 г.

Регулирование слияний в Узбекистана

в Узбекистанеслияния регулируются двумя способами, каждый из которых на-ходится в ведении отдельного правительственного агентства. Этот механизм служит интересным примером того, как нормативное регулирование и саморегулирование функционируют параллельно друг другу. Комиссия по конкуренции (ранее — Комиссия по монополиям и слияниям) Комиссия по конкуренции — орган исполнительной власти, полномочия которого определяются Законом о добросовестной коммерческой деятельности (Fair Trading Act), принятым в 1973 г. Предмет ее основного внимания — результат, а не процесс слияния.

Комиссия по конкуренции (Competition Commission) — ранее **Комиссия по монополиям и слияниям (Monopolies and Mergers Commission)** имеет право по представлению министра промышленности приостанавливать и расследовать любое слияние. Министр промышленности передает слияние на рассмотрение Комиссии по рекомендации Генерального директора по добросовестной торговле, в случае если оно может противоречить общественным интересам. Министр промышленности обычно передает слияние на рассмотрение Комиссии только в том случае, если в результате данного слияния может возникнуть монополия. Комиссия публикует свои выводы

в отчетах, которые иногда бывают пространными и подробными (см. раздел «Полезные Интернет-ссылки» в конце этой главы).

Фактически сравнительно немного слияний, происшедших с момента создания Комиссии, было передано ей на рассмотрение, и лишь в отношении отдельных из них Комиссия использовала свое законное право вето.

Складывается впечатление, что Комиссия не имеет большого влияния на ограничение процесса слияний и не предназначена для оказания такого влияния. Основным принципом законодательства и деятельности Комиссии является то, что компании и акционеры сами должны принимать решения об экономической желательности конкретного слияния. Государство вмешивается лишь тогда, когда оно опасается, что результат сделки представляет собой угрозу общественным интересам.

Комиссия усмотрела такую угрозу, когда в 2003 г. супермаркет **William Morrison plc** хотел поглотить своего конкурента, компанию **Safeway plc**. Она заблокировала сделку, пока не расследовала возможные угрозы с точки зрения конкуренции. Комиссия пришла к выводу, что сделка может быть осуществлена, при условии что новая группа продаст 53 своих магазина. Эти магазины располагались там, где до этого происходила конкуренция между компаниями Morrison и Safeway, которая прекратилась бы в результате поглощения. Магазины были проданы другим

конкурирующим супермаркетам, и слияние состоялось.

Городская экспертная группа по поглощениям и слияниям

Экспертная группа по поглощениям и слияниям (City Panel on Takeovers and Mergers) — это саморегулирующийся орган, членами которого являются представители ведущих финансовых институтов Лондона. В их число входят Лондонская фондовая биржа и Комитет клиринговых банков Лондона. Экспертная группа и регулирующий ее деятельность Кодекс были созданы в 1968 г., после ряда конфликтных ситуаций, возникших на почве слияния компаний в 1960-х гг., которые многие наблюдатели рассматривали как набирающую обороты стратегию, негативно влияющую на крупный бизнес и финансовые институты. Во многих менее острых столкновениях участвовали широко известные компании, что привлекло к этой проблеме большой интерес СМИ.

Основное опасение состояло в том, что действия администрации компаний-покупателей и компаний-целей, особенно в тех случаях, когда руководство компании-цели отвергало предложение, отрицательно воздействовали на акционеров компании-цели, особенно миноритарных. В частности, складывалось ощущение, что

различные группы акционеров получали о слиянии информацию, различающуюся по количеству и качеству.

Кодекс, который постоянно пересматривается, определяет набор правил, определяющих действия покупателя и компании-цели в процессе переговоров о слиянии компаний. Кодекс не затрагивает более общего вопроса о желательности слияния.

Речь в нем идет только о процессе сделки. Экспертная группа не имеет властных полномочий по надзору за осуществлением Кодекса, но у нее есть возможность оказывать моральное давление на нарушителей. В результате она может обратиться к одному из ее членов — Лондонской фондовой бирже — с просьбой об исключении компании-нарушителя из листинга.

Достигли ли Экспертная группа и Кодекс своей цели — вопрос

дискуссионный, хотя по ощущениям большинства наблюдателей значительная часть наиболее экстравагантных форм поведения, наблюдавшихся в 1960-х гг., сегодня проявляется не столь явно.

Практические шаги к слиянию

Большинство слияний предусматривает приобретение покупателем у акционеров компании-цели значительного числа обыкновенных акций для осуществления контроля или полного владения компанией. Это обычно происходит в два этапа. Покупатель:

- приобретает акции путем перечисления денежных средств через фондовую биржу, а затем
- обращается с формальным предложением (офертой) к остальным акционерам путем рассылки писем, т.е. действуя за пределами организованного фондового рынка.

Обычно покупатели приобретают большинство необходимых акций на фондовом рынке. Как только инвесторы понимают, что на рынке присутствует крупный покупатель, цена начинает расти в ожидании официального предложения, и покупателю становится невыгодно продолжать действовать в этом направлении. Цена формального предложения каждому акционеру снижается в момент, когда котировки фондового рынка достигают цены официального предложения. Конечно, все покупки на фондовом рынке должны оплачиваться денежными средствами, что способно остановить покупателя, который, возможно, хочет профинансировать сделку как-либо иначе. Формальный документ оферты, который обычно направляется акционерам по почте, содержит конкретные условия предложения и разъяснения того, почему, по мнению руководства компании-покупателя, это предложение следует принять. Документ оферты должен быть представлен на утверждение Генеральному директору по добросовестной коммерческой деятельности (Director General of Fair Trading) и в Городскую экспертную группу.

Направляют оферты обычно при условии, что они приняты владельцами конкретного процента необходимых акций. В этом случае покупатель может быть уверен, что при недостаточном количестве принятых предложений ему не придется, в конце концов, выкупать акции, которые ему, возможно, не нужны. Если, например покупатель хочет получить не менее 60% акций объекта слияния, он, вероятно, не захочет быть вынужденным приобрести 25%, если владельцы остальных 75% решат отклонить предложение. Часто в документах оферты указывается доля в 90%, так как в Узбекистане Закон о компаниях предоставляет любой компании, которая владеет таким процентом акционерного капитала другой компании, право на приобретение

остальных 10% при согласии или без согласия их владельцев на тех же условиях, на которых были приобретены другие акции.

Вопрос, который должны рассмотреть акционеры компании-цели по получении оферты, состоит в том, принимать ли ее или ждать от покупателя более выгодного предложения. Хотя отклонение оферты может побудить покупателя отступить, чаще всего его реакцией является более выгодное предложение. Это может оказаться трудной проблемой для акционеров, потому что отказ покупателя приведет к падению котировок с уровня, которого цены достигли в результате предложения, до

цены, предшествующей ему. С другой стороны, вполне вероятно, что отклонение первого предложения приведет к более выгодной оферте. Возможно, это не менее сложная дилемма, чем та, с которой сталкиваются все акционеры, когда видят, как поднимаются котировки их акций: продавать ли сейчас и получить выгоду или подождать в надежде на более высокую цену?

Маловероятно, что руководство компании-цели пассивно отреагирует на «заигрывание» компании-покупателя с ее акционерами. Нередко покупатель, прежде чем выступить с формальным предложением, сначала ищет поддержки у руководства объекта слияния. Если оно поддерживает

оферту, — так как, возможно, чувствует, что слияние коммерчески оправданно, — то не исключено, что к документу оферты будет приложено соответствующее заявление руководства объекта слияния.

Однако часто руководство компании-цели будет враждебно относиться к оферте и энергично сопротивляться. Типичные методы, применяемые объектами враждебного поглощения, включают:

- публикацию заявлений, в которых опровергаются претензии покупателя

- и выдвигаются аргументы в пользу независимости;

- переоценку активов компании-цели, чтобы показать, что покупатель их

- недооценил, и

- выпуск информации о перспективах развития компании-цели в качестве независимой компании.

Цель этих методов, по-видимому, заключается в том, чтобы повысить стоимость акций до уровня, при котором предложение покупателя покажется низким и будет отклонено.

Достаточно часто эти битвы бывают долгими и ожесточенными, претензии одной стороны наталкиваются на встречные претензии другой, а стоимость оферты повышается до такого уровня, при котором предложение в итоге принимается или отвергается. Подобные битвы могут наносить ущерб сторонам. Они обходятся дорого, и, если слияние все-таки проводится, у руководства объединенной компании остается неприятный осадок.

Не все результаты битвы обязательно бывают негативными. При обмене заявлениями появляется много новой информации о сторонах, что дает возможность рынку лучше оценить компании.

Приносят ли слияния успех?

Рассмотрев, как и почему происходят слияния, уместно задать вопрос, приносят ли

они успех. Эта Глава была предметом многочисленных исследований, которые в основном делятся на два типа:

- те, в которых менеджерам компаний, где произошло слияние, задавался

- вопрос, было ли, по их мнению, слияние успешным, и

- те, в которых рассматривались доходы акционеров компаний, где произошло слияние, с тем чтобы оценить, стали ли они выше по сравнению с доходами, ожидаемыми в ситуации, если бы слияние не произошло. Под доходами в данном случае понимается прирост капитала плюс дивиденды за этот период, выраженные в виде процента рыночной стоимости акций на начало периода.

Мнение менеджеров

Основной вывод, сделанный менеджерами, состоит в том, что слияния оказались невыгодными. Фирма «Куперс энд Лайбранд» (Coopers and Lybrand 1993) провела в 1992 г. исследование, в ходе которого опросила менеджеров 50 крупнейших британских компаний, принимавших участие в слияниях. Вывод: 54% слияний были в финансовом отношении неудачными. Это отлично соотносится с результатами более раннего исследования, проведенного той же фирмой в 1973 г., а также с выводами Ньюбоулда (Newbould 1970). Исследование 1993 г. выявило несколько основных при-чин неудачи. Они представлены в табл. 14.2.

Доходы фондового рынка

Результаты исследований доходов фондового рынка постоянно свидетельствуют о выгоде для акционеров компании-цели. Преимущества для акционеров компаний-покупателей менее очевидны.

Фрэнкс, Бройлз и Хект (Franks, Broyles and Hecht 1977) выявили существенную прибыль для акционеров компании-цели, особенно в период, ведущий к слиянию.

Они также не обнаружили ущерба для акционеров компании-покупателя ни до, ни после слияния; фактически данная группа получила небольшой выигрыш.

Таблица 14.2

Причины неудачных слияний фирм в Великобритании

Причины неудачи	Доля опрошенных, которые указали данный фактор в качестве причины неудачи, %
Позиция менеджмента	85
Отсутствие плана интеграции в период после слияния	80
Отсутствие у покупателя достаточных знаний об объекте слияния и его отрасли	45
Низкий уровень руководящих кадров и неудовлетворительный уровень управления в объекте слияния	45
Отсутствие или недостаток опыта в области приобретения компаний у компании-покупателя	30

Источник. Coopers and Lybrand (1993).

Фрэнкс и Харрис (Franks и Harris 1989), используя многочисленные примеры слияния фирм в Узбекистана, установили, что выгоду получают обе группы акционеров — как в период подготовки слияния, так и сразу после него. Однако они также обратили внимание на потери, которые после слияния несут акционеры компании-покупателя. К такому же выводу, что и Фрэнкс и Харрис, пришел Лиммак (Limmack 1991). Потери, понесенные акционерами компании-покупателя после слияния, отметил также Грегори (Gregory 1997) в своем исследовании ряда слияний компаний Узбекистана. Он установил, что там, где в качестве компенсации выступали деньги, чаще всего не было ни потерь, ни прибыли. Однако в ситуациях, где использовались акции компании-покупателя, наблюдалось значительное снижение благосостояния ее акционеров.

Дрэпер и Подьял (Draper и Paudyal 1999) отметили, что акционеры компании цели значительно выигрывают от поглощения, особенно когда им предоставляется альтернатива: получить в качестве компенсации либо деньги, либо акции компании-покупателя. Создается впечатление, что акционеры компании-покупателя ничего не теряют от слияния. Кроме того,

авторы заметили, что выигрыш акционеров компании-цели в последнее время сократился.

Уокер (Walker 2000) установил, что происходившие в США в период с 1980 по 1996 г. поглощения, которые представляли собой диверсификацию, вызывали снижение акционерной стоимости компаний-покупателей. С другой стороны, слияния, которые приводили к экспансии деятельности компании-покупателя, вызывали повышение акционерной стоимости.

Фуллер, Неттер и Сиджмоллер (Fuller, Netter and Stegemoller 2002) обнаружили,

что в США акционеры компании-покупателя выигрывают, приобретая не котирующуюся на бирже компанию, и теряют, когда приобретают котирующуюся. Кроме того, они заметили, что прибыль была больше при покупке крупных компаний

и в случаях, когда в качестве компенсации выступали акции, а не деньги.

Брунер (Bruner 2004) утверждает, что применяемый во многих исследованиях под-ход, основанный на опыте поглощений фирм США, некорректен, потому что в нем чрезмерное влияние на результаты исследований оказало относительно небольшое число неудачных слияний, в которых участвовали прежде всего крупные компании.

По заявлению этого автора, все поглощения приносят выгоду акционерам компании-цели, а также подавляющему большинству акционеров компании-покупателя.

Выводы об успехе слияния

Вывод неясен. Можно утверждать, что в контексте задачи повышения благосостояния акционеров точка зрения менеджеров (респондентов первой группы исследований) не имеет значения. Если что и следует учитывать, так это экономический эффект. Опыт, по-видимому, свидетельствует о том, что поглощения могут быть экономически выгодными для акционеров обеих

компаний, однако это не всегда так для акционеров компании-покупателя. Из опыта также видно, что слияния, в которых объектом является компания из той же отрасли, что и фирма-покупатель, чаще всего бывают успешными; другими словами, диверсифицированные слияния успеха не приносят.

Недостатком ясности в вопросе о преимуществах слияний легко можно объяснить, почему число слияний в Узбекистане конца 1980-х гг. значительно сократилось (см. табл. 14.1). Другими возможными объяснениями являются:

- возросший профессионализм корпоративного менеджмента, в результате чего найти дешевый объект слияния становится все труднее,
- изменившееся восприятие менеджерами желательности крупных диверсифицированных единиц. К этому вопросу мы еще вернемся ниже, в контексте дивестиций.

Международные слияния

Возросшая интернационализация коммерческой деятельности способствовала слиянию компаний из разных стран. Возникновение в 1993 г. единого европейского рынка в составе ЕС привело к тому, что компании Узбекистана стали особенно активно осуществлять слияния с компаниями из других стран ЕС. Например, в 2001 г.

французская строительная компания и производитель цемента Lafarge Group купила британскую компанию аналогичного профиля **Blue Circle Industries plc**.

11.3 Дивестиции

При определенных условиях у компании может возникнуть желание избавиться от части своего бизнеса, например от цеха или дочерней компании. Возможные причины этого приводятся ниже. Желание сосредоточиться на профильной деятельности

Компания, работающая в ряде отраслей, в результате органического

развития или после слияния может прийти к выводу, что для нее было бы лучше сосредоточиться на профильной области ее знаний и опыта. В последнее время такая рационализация получает все более широкое распространение и, возможно, отражает взгляд, согласно которому будущее принадлежит малым, специализированным компаниям. (Мы рассмотрим эту точку зрения в главе 16.)

Недавним примером такой продажи, причиной которой послужило желание со-средоточиться на основной деятельности, может служить компания **Northern Foods**

plc, производитель продуктов питания, поставляющий готовые блюда в некоторые крупнейшие супермаркеты Узбекистана. В сентябре 2003 г. Northern Foods про-дала компании **Big Bear Ltd** часть своего бизнеса по производству мятной карамели Fox's и некоторые другие хорошо известные кондитерские бренды.

Датта и Искандар-Датта (Datta and Iskandar-Datta 1996), исследовав данные по Узбекистана, выяснили, что дивестиции, проводимые с целью продажи активов, которые в стратегическом отношении не соответствуют профильной деятельности компании, обычно выгодны для благосостояния акционеров.

Желание избавиться от «проблемной» части компании

Одна из типичных проблем — недостаточная доходность. Эта причина, наряду с желанием сосредоточиться на основном направлении деятельности, может служить примером явления, противоположного синергии: $5 + 1 = 4$, где сумма частей больше, чем результат.

Необходимость привлечения денежных средств

Необходимость в привлечении денежных средств может возникнуть в связи с желанием инвестировать средства в другие направления деятельности компании, возможно, включая слияние. Причиной многих «распродаж», или «сбросов» [см. ниже] такого рода, происходивших в последнее время, стало желание привлечь денежные средства, чтобы снизить уровень левереджа. В

ноябре 2004 г. британская компания розничной торговли **Marks and Spenser plc** избавилась от части своего подразделения по оказанию финансовых услуг (M and S Money) — банковской компании **HSBC plc**, продав ее по цене 762 млн ф. ст. По мнению экспертов, средства в данном случае требовались для того, чтобы финансировать выкуп значительной части собственных акций, что было осуществлено компанией Marks and Spenser в конце 2004 г.

Машиностроительная компания **GKN plc** продала 50% подразделения по производству вертолетов (**AgustaWestland**) своему совладельцу, итальянской компании **Finmeccanica Spa**. Сделка, состоявшаяся в июле 2004 г., дала возможность компании привлечь 1 млрд ф. ст. GKN планировала использовать эти средства для погашения части долгов и финансирования возможной покупки новых компаний.

Некоторые «сбросы», особенно с участием малого бизнеса, могут быть вызваны необходимостью привлечения денежных средств, чтобы избежать ликвидации (банкротства) в результате невозможности удовлетворить финансовые обязательства.

Примером такого подхода является происходившая в последние годы продажа некоторыми футбольными клубами английской премьер-лиги (например, клубом Leeds United, который впоследствии перешел в низшую лигу) своих ведущих игроков.

По сути дивестиции (divestments) противоположны слияниям. Фактически многие из дивестиционных сделок, совершенных в последнее время, касались дочерних компаний, приобретенных, по-видимому, в результате опрометчивых слияний 1970-х и 1980-х гг.

При оценке эффективности дивестиций камнем преткновения являются корпоративные цели как продавца, так и покупателя. Имея в виду, что благосостояние акционеров — основной финансовый критерий, обе стороны должны провести анализ финансовых выгод и затрат с точки зрения NPV.

Существуют разные способы осуществления дивестиций. Вкратце

рассмотрим важнейшие из них.

Выкуп компании менеджерами

При выкупе компании менеджерами (**management buyout, MBO**) руководители того или иного подразделения компании решают выкупить это подразделение у компании. в Узбекистане количество сделок MBO в последние годы значительно возросло: в 1980 г. их насчитывалось около 100 (по данным консультационной фирмы KPMG Corporate Finance), однако в 2000 г. было заключено уже более 600 таких сделок (Centre for Management Buy-out Research 2004). С этого времени их количество сократилось до 400 в 2004 г. Также значительно возросла средняя стоимость выкупа — с 0,4 млн ф. ст. в 1980 г. до примерно 50 млн ф. ст. за сделку в 2000 г.

Интересный случай выкупа акций менеджментом произошел в 2001 г., когда бюджетная авиакомпания **Go Fly Ltd (Go)** была выкуплена у **British Airways plc (BA)** группой менеджеров Go. Инициатором сделки стала Барбара Кассани, генеральный директор Go с момента ее создания BA в целях конкуренции с другими операторами в сегменте дешевых перевозок. BA продала Go, потому что почувствовала, что Go не соответствует ее обычному статусу авиаперевозчика, предоставляющего пассажирам полный набор услуг. Стоимость сделки составила около 100 млн ф. ст. Позднее Go стала предметом дружественного слияния с компанией **easyJet plc** в 2002 г.

Некоторые MBO оказались достаточно успешными и вызвали колебания на фондовом рынке по акциям этих компаний, сделав менеджеров миллионерами. В июне 2004 г. в обращении на Лондонской фондовой бирже находились акции компании по продаже канцелярских принадлежностей **office2office plc**. Менеджеры, вложившие средства в выкуп акций, увидели, что ценность произведенных

ими инвестиций

выросла в шесть с половиной раз по сравнению с суммой, которую они заплатили в декабре 2000 г.; изменение стоимости составило 65 млн долл. Этот доход необходимо сопоставить с риском, который взяли на себя менеджеры при осуществлении инвестиций.

Поскольку менеджеры вряд ли располагают всей необходимой для выкупа суммой, разработаны сложные финансовые механизмы. Значительную часть объема финансирования составляет кредит; отсюда термин «выкуп компании с помощью заемных средств» (leveraged buyout, LBO) (английские слова leverage и gearing — синонимы). Большой объем требуемого заемного капитала подразумевает заимствование

с довольно высоким уровнем риска, с высокой купонной ставкой доходности и известно под названием «бросовые (мусорные) облигации». Особенностью выкупа акций компании ее менеджерами в ряде случаев также является «мезонинное» финансирование ('mezzanine' financing)¹⁶. По сути это заем с высокой купонной процентной ставкой и возможностью конвертации в акционерный капитал. Обычно существует своего рода право на конвертацию займов в акции, но оно действует только в случае, если компания, ставшая объектом МВО, начинает котироваться на бирже. Хотя примеры успешного проведения МВО немногочисленны и не вполне убедительны, практика выкупа компаний их менеджерами, по-видимому, будет продолжаться.

Покупка участия

При покупке участия (**buy-in**) группа частных лиц делает общее предложение о покупке части или, возможно, всей компании, к которой до этого они не имели никакого отношения. Популярность покупки участия, как

2. Это кредиты, обычно не обеспеченные какими-либо активами или гарантией заемщика и более дорогие, чем обычные кредиты. В случае банкротства заемщика сначала возмещаются убытки обычных кредиторов, потом — «мезонинных» и, наконец, акционеров. «Мезонинное» финансирование доступно, по западным меркам, только средним и крупным компаниям. — Примеч. ред.

и МВО, значительно возросла

в 1980-х и 1990-х гг. Согласно данным Центра исследований МВО (Centre for Management Buy-out Research), в Узбекистане в 1979 г. состоялась только одна сделка по

покупке участия, стоимостью 0,5 млн ф. ст. К 2000 г. их количество возросло примерно до 200 в год. По своим особенностям, в том числе по способу финансирования,

МВО в основном сходны с покупкой участия. Многие сделки по покупке участия

связаны с выплатой очень крупных сумм денег.

Упомянутая выше продажа кондитерской фабрики Fox компанией **Northern Foods plc** была покупкой участия, которую осуществила группа лиц (buy-out team).

Другой пример — продажа компании **Caterham Cars Ltd** группе лиц в январе 2005 г.

Компания Caterham Cars производит специализированные спортивные автомобили.

Ее основателями (в 1973 г.), управляющими и владельцами, вплоть до момента продажи, было семейство Нирн. Группу по покупке участия возглавлял Ансар Али, менеджер компании **Lotus Cars Ltd**. Финансовую поддержку сделки осуществила фирма

Corven Ventures Ltd, поставщик венчурного капитала. (Венчурный капитал составляет

сравнительно небольшой объем денежных средств, предоставляемый для развития

малого бизнеса. Этот вопрос рассматривается в главе 16.)

Сделки по покупке участия происходят достаточно часто в тех случаях, когда акционер, обладающий контрольным пакетом акций небольшой семейной компании, решает уйти на пенсию.

Сброс

Сбросом (sell-off) называется сделка, когда одно предприятие продает часть своей деятельности (т.е. часть активов) другому предприятию, обычно за деньги. Сброс может быть альтернативой слиянию. Активы компании-продавца, иногда в полном объеме, продаются другой компании, но обязательства по уплате долгов остаются у компании-продавца.

Одним из недавних примеров сброса может служить сделка, совершенная в конце 2004 г., когда британская судоходная и транспортная компания **The Peninsular and Oriental Steam Navigation Company plc** (P and O) продала развлекательный и спортивный курорт Ла-Манга (La Manga) в Испании испанской фирме **MedGroup Leisure Investment MV** за 102 млн ф. ст.

Отпочкование

При отпочковании (spin-off) часть компании становится новой, самостоятельной фирмой (и, возможно, начинает котироваться на бирже), а существующие акционеры

получают соответствующее число ее акций. Смены владельцев не происходит; изменение состоит в том, что теперь акционеры владеют отделившейся частью компании

напрямую, а не через посредство главной компании. Возможны следующие причины

отпочкования:

- желание сделать отпочковавшуюся компанию юридически самостоятельной;

- стремление предотвратить попытку поглощения всей компании.

Возможно, что стоимость отпочковавшейся части бизнеса недооценивается

(всеми, кроме инициатора захвата). Благодаря отпочкованию особо

ценной части компании рынок получает возможность оценить ее в качестве самостоятельной единицы. Это может сделать саму компанию непривлекательной для захвата. Данный аспект отражает отсутствие доверия к эффективности рынка капитала.

В 2000 г. от компании **P and O plc** отпочковалось подразделение по организации

морских круизов. При этом акционеры P and O сохранили принадлежавшие им до

сих пор акции, а кроме того, получили по одной акции отпочковавшейся компании **P**

and O Princess Cruises plc на каждую акцию P and O, находящуюся в их собственности.

Обе компании котировались на фондовой бирже с момента отпочкования. В своем

письме к акционерам компании P and O, в котором объяснялись условия отпочкования, председатель совета директоров заявил: «Как у компании P and O, так и у компании P and O Princess Cruises plc появляется возможность независимо друг от друга осуществлять стратегии, наилучшим образом соответствующие их долгосрочным целям. Кроме того, разукрупнение (demerger) должно привести к тому, что стоимость обеих компаний будет полностью учтена рынком, так как инвесторы смогут лучше учесть особенности отдельных компаний».

В 2001 г. группа **Kingfisher plc**, владеющая сетью магазинов розничной торговли

в Узбекистана, выделила из своего состава компанию **Woolworth Group plc**, кото

рой принадлежали магазины на центральных улицах. По-видимому, цель этого заключалась в том, чтобы дать возможность компании Kingfisher сосредоточиться на

профильном, по ее мнению, виде деятельности — магазинах «Сделай сам».

Резюме

Слияния (поглощения)

- Слияние — покупка пакета акций другой компании, достаточного для

того, чтобы осуществлять контроль над ней.

- Являются альтернативой органическому развитию. (Органическое развитие компании — это развитие благодаря новым проектам, разработанным внутри компании).

- Слияния оцениваются компанией-покупателем и акционерами компании-цели на основании принципов NPV, т.е. с точки зрения логики повышения благосостояния акционеров.

- Причины слияний:

- ✓ устранение конкуренции или ее уменьшение;

- ✓ защита источников поставок или каналов сбыта;

- ✓ получение «эффекта масштаба»;

- ✓ получение доступа к недостаточно используемым активам;

- ✓ перераспределение риска за счет диверсификации;

- ✓ синергия ($2 + 2 = 5$).

- Способ финансирования слияния должен быть приемлемым для компании - покупателя и привлекателен для акционеров компании-цели.

- ✓ Оплата деньгами предоставляет получателю разнообразные возможности; может иметь налоговые последствия.

- ✓ Оплата акциями может оказаться популярной среди акционеров

- ✓ компании-цели; однако при этом ослабляется контроль над акционерным капиталом со стороны компании-покупателя; для покупателя также возникают последствия, связанные с левереджем.

- ✓ Оплата облигациями обычно непопулярна среди инвесторов, которые владеют ценными бумагами в данный момент; кроме того, она

создает для покупателя проблемы с леввереджем.

- Результаты слияний противоречивы; в последние годы слияния были менее успешны.

Дивестиции

- Дивестиция — выделение из состава компании какой-либо ее части, для того чтобы:

- ✓ сосредоточиться на основном виде деятельности;
- ✓ избавиться от «проблемных» инвестиций;
- ✓ привлечь денежные средства.

- Выкуп компании менеджментом (МВО):

- ✓ МВО — продажа части компании группе ее работников.

- ✓ Нередко финансируется за счет привлечения довольно значительного объема заемного капитала («выкуп с помощью заемных средств»).

- Покупка участия — группа внешних инвесторов покупает часть компании.

- Сброс — одна компания продает свою часть другой компании.

- Отпочкование:

- ✓ Отпочкование — отделение части компании, образование новой компании и выпуск акций для акционеров первоначальной компании

- ✓ в соответствии с числом акций, которым владеет каждый акционер.

- ✓ Обычно проводится по одной из двух причин.

- Наделение отпочковавшейся части компании юридической самостоятельностью с целью повышения благосостояния акционеров.

- Предотвращение захвата всей компании благодаря выводу из ее состава самой привлекательной части.

Дополнительная литература

В книгах Samuels, Wilkes и Brayshaw (1998) и Arnold (2002) хорошо освещено большинство аспектов корпоративной реструктуризации в контексте

Узбекистана.

Полезные Интернет-ссылки

Веб-сайт Центра исследований МВО (Centre for Management Buy-out Research) предоставляет доступ к новейшей информации о выкупе компаний их администрацией
и о покупках участия.

www.nottingham.ac.uk/business/cmbor

Веб-сайт Комиссии по вопросам конкуренции предоставляет доступ к информации
о работе Комиссии и докладах, подготовленных по ее поручению.

www.competition-commission.org.uk

Веб-сайты компаний, упоминавшихся в этой главе:

AgustaWestland www.agustawestland.com

British Airways plc www.britishairways.com

British Home Stores Ltd www.bhs.co.uk

Cadbury Schweppes plc www.cadburyschweppes.com

Caterham Cars Ltd www.caterham.co.uk

Corven Ventures Ltd www.corven.com

easyJet plc www.easyjet.com

FinmeccanicaSpA www.finmeccanica.it

GKN plc www.gknplc.com

HP Bulmer Holdings plc www.bulmer.com

HSBC plc www.hsbc.co.uk

Kingfisher plc www.kingfisher.co.uk

Lafarge Group www.lafarge.com

Leeds United Football Club www.leedsunited.com

Lotus Cars Ltd www.lotuscars.com

Marks & Spencer plc www.marksandspencer.com

Northern Foods plc www.northern-foods.co.uk

office2office plc www.office2office.biz

P and O Princess Cruises plc www.pocruises.com

The Peninsular and Oriental Steam

Navigation Company plc www.p-and-o.com

Scottish and Newcastle plc www.scottish-newcastle.com

William Morrison plc www.morrisons.co.uk

Woolworth Group plc www.woolworths.co.uk

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Положительно ли влияет корпоративная реструктуризация на компании, стремящиеся к максимизации благосостояния акционеров? Поясните Ваш
2. ответ.
3. Как должны отнестись акционеры компании-цели к предложению компании-покупателя о покупке их акций (на основе обмена акции на акцию)?
4. Каков основной принцип антимонополистического регулирования в Узбекистане в отношении слияний и поглощений?
5. В чем разница между выкупом акций менеджментом компании и покупкой
6. участия?
7. Чем отличается сброс от отпозкования?
8. Успешны ли в целом сделки по слиянию компаний в Узбекистана?
- 9.

Глава : Финансирование стартапов

План:

1. Что такое стартап
 2. Что означает слово «стартап»
 3. Отличительные особенности стартапа
 4. Какие бывают виды стартапов
 5. Этапы развития стартапа
 6. Чем интересен стартап для инвесторов и разработчиков
 7. Этапы финансирования стартапа
 8. 13 способов получить финансирование стартапа
- Заключение

1.Что такое стартап

В настоящее время существует большое количество стартап - компаний, которые прекращают свою деятельность практически на самом начальном этапе построения бизнеса. Одним из возможных объяснений этого явления является то, что такие компании уделяют первоочередное внимание изучению рынка, созданию продукта и привлечению инвестиций, отодвигая при этом на второй план вопрос построения стратегии управления. Основной целью данной работы является выявление особенностей управления стартап – компанией на различных этапах ее развития. Объектом данной работы являются стартап - компании, которые можно назвать успешными, а также те, которые полностью провалились. В исследовании рассмотрены стартапы на различных стадиях своего развития. Предмет исследования – оценка влияния используемых методов управления стартап – компанией на его успешность на различных стадиях развития. Данное исследование может быть интересно предпринимателям, которые являются руководителями стартап – компаний и сталкиваются с необходимостью оптимизировать свою деятельность на каждом этапе развития с целью максимально быстрого и эффективного получения желаемых результатов. Особый интерес может

быть проявлен со стороны начинающих стартаперов, которые только задумываются о том, чтобы начать свой бизнес. Разработанная модель позволит им построить план стратегического развития компании, а также выбрать лучшую управленческую тактику, избежав множества ошибок, потенциально способных привести к гибели компании.

В последние годы такое явление в бизнесе, как стартап, стало не просто популярным, а, пожалуй, и модным. О стартапе говорят на телевидении, о нем издаются книги. То и дело возникают новые тематические ресурсы в Интернете. Не всем понятно, есть ли различия между стартапом и «новоиспеченной» компанией. Имеет ли стартап какую-то свою специфику? Или этот термин служит для обозначения любого перспективного начинания?

Что означает слово «стартап»

Слово «стартап» происходит от английского понятия start up – «запускать» и означает только что созданную или еще находящуюся в процессе создания компанию.

Подразумевается, что у этой компании есть некая бизнес-идея, которая нуждается в развитии и продвижении, но ее создатели пока заняты исследованиями рынка и поиском средств для ее реализации.

Иногда стартапами называют компании, которые собираются предложить потребителям инновационные товары и услуги, но в настоящее время находятся в процессе поиска подходящих бизнес-технологий и финансовой поддержки. Будущее таких компаний выглядит неопределенным.

Стартапом может считаться любая компания, вне зависимости от ее сферы деятельности. Впрочем, в некоторых кругах стартапами называют только начинания в сфере высоких технологий, Интернет-бизнесе и «смежных дисциплинах».

Понятие «стартап» возникло в 30е годы прошлого века в Америке. Именно тогда два студента – Хьюлетт и Паккард – основали крохотное

предприятие и назвали его «start up». Оказалось, что у компании большое будущее – в наши дни она известна под именем Hewlett-Packard, или HP.

Когда заходит разговор о стартапах, наши соотечественники обычно представляют себе Интернет-ресурсы, выделяющиеся среди себе подобных. Самыми известными и успешными стартапами называют хостинг видеофайлов Youtube, «народную энциклопедию» - Википедию (без ссылок на которую не обходится ни одна дискуссия), а также крупнейшие социальные сети – в первую очередь Facebook и ВКонтакте. Многие думают, что эти проекты потому снискали такую популярность, что в их основе лежали какие-то уникальные идеи. Но это не совсем так.

В других странах понятие «стартап» толкуется несколько иначе. Самые выразительные примеры стартапов – это IT-корпорации «с мировым именем»: Microsoft, Apple, Google. История этих гигантов и вправду начиналась с малого – а именно, с небольшой группы единомышленников, горящих желанием воплотить в жизнь свои идеи.

Отличительные особенности стартапа

Как вы, наверное, заметили, стартап – это, довольно, размытое понятие. Поэтому следует выделить его характерные черты, признанные многими предпринимателями.

1. 1. Курс на новый продукт. Зачастую суть стартапа состоит в продвижении новаторских идей или усовершенствовании старых. Благодаря этому стартапы могут конкурировать даже с самыми мощными корпорациями, которые в большинстве случаев не утруждают себя введением инноваций и продолжают предлагать те товары и услуги, которые давно зарекомендовали себя. Вот почему любой стартап – это прыжок в неизвестность.

2. 2. В основе стартапа лежит интересная бизнес-идея. Не секрет, что без идеи не было бы вообще никакого бизнеса. Однако, в стартапе идея имеет особую ценность. Если она сулит перспективы, то может быть очень и

очень дорогой. Для сравнения: в Интернете полным-полно стандартных идей для открытия собственного дела, и они абсолютно бесплатны. Иногда к ним даже прилагаются бизнес-планы.

3. 3. Создатели стартапов молоды. Многие известные успешные стартапы – детища вчерашних студентов. Согласно статистическим данным, средний возраст стартапера – 25 лет. Вот почему новые начинания иногда с ноткой пренебрежения именуют «гаражным бизнесом»: молодым людям, еще не нажившим состояние, негде собраться для обсуждения своих идей, кроме как в гаражах и на съемных квартирах.

4. 4. Стартаперы ставят на карту всё. Как правило, инициаторы стартапа вкладывают всю душу в свою идею. Чтобы реализовать ее, человек готов рисковать по-крупному. Стартапера не волнует тот факт, что цена победы может оказаться слишком высокой: если он заинтересован в успехе, то сделает все возможное, чтобы добиться его.

5. 5. Инициативная группа работает за идею, а не ради прибыли. Сложно развивать какое-либо начинание в одиночку. Поэтому в создании стартапа участвует целая команда во главе с идейным лидером. Каждый из членов этой команды выполняет определенные функции: один может разрабатывать перспективную идею, другой – планировать бизнес на базе этой идеи, третий – искать поставщиков, клиентов, источники финансирования. Они прекрасно понимают, что им не удастся добиться всего и сразу. Зато они заинтересованы в своей работе и верят в возможность получения прибыли.

6. 6. Проблемы с финансированием. Пожалуй, недостаток средств для воплощения идеи в жизнь является главным характерным признаком стартапа. В этом нет ничего удивительного, ведь стартапы создаются увлеченными молодыми людьми, у которых есть огромное количество энергии, но нет денег. Вот почему стартапы нуждаются в инвесторах – людях, которые заинтересуются свежими идеями и помогут реализовать их, вложив свои средства в эти проекты. Не в последнюю очередь инвестора

привлекает и прибыль.

Таким образом, можно сделать следующий вывод:

Невостребованный стартап не имеет шансов. Целевая аудитория должна быть заинтересована в его развитии, иначе ни один инвестор не решится вложить деньги в раскрутку проекта.

Какие бывают виды стартапов

Стартапы принято классифицировать по нескольким признакам – например, по особенностям продукции и рынка сбыта. Различают следующие виды стартапов:

□ **«Успешные копии».** В эту группу входят многочисленные проекты, в некоторой степени являющиеся клонами зарубежных. В первую очередь это социальные сети. Как оказалось, такие копии весьма перспективны.

□ **«Агрессивные пришельцы».** Эта группа объединяет стартапы, ориентированные на захват какого-либо сегмента рынка и изгнание из него конкурирующих компаний. Внедрение продукта на рынок может быть реализовано за счет его исключительного ценового преимущества.

□ **«Темные лошадки».** Так можно назвать стартапы, перспективы которых не ясны ввиду их новаторства. С одной стороны, создатели этих стартапов идут на большой риск, делая попытку продвигать их, а с другой стороны – в случае успеха им гарантирована колоссальная прибыль.

Также стартапы можно различать по степени наукоемкости:

□ **Стартапы, основанные на высоких технологиях.** Бизнес, построенный на новейших научных открытиях, может быть очень доходным. Но чтобы запустить его, требуется серьезное финансирование, которое могут обеспечить только крупные инвесторы.

□ **Традиционные стартапы.** На самом деле, чтобы открыть успешный бизнес, не обязательно создавать инновационную идею. Некоторые стартапы формировались на базе нехитрых, легко реализуемых идей, и в результате сделали своих создателей состоятельными людьми.

Этапы развития стартапа

В процессе развития стартапа выделяют 5 этапов:

1. 1. Посевной этап, или Pre-Seed stage. На данном этапе происходит поиск идеи и разработка технических способов ее реализации. Инициативная группа производит анализ рынка, пишет бизнес-план, формулирует техзадание. Далее следуют: создание прототипа продукта, тестирование его версий, изучение спроса и поиск источников финансирования. Если не удастся найти инвестора, проект «затухает». Увы, с большинством стартапов именно это и случается.

2. 2. Запуск, или Startup Stage. Итак, инвестор найден: продукт можно выпускать на рынок. Оказавшись в рыночных условиях, продукт должен доказать свое преимущество перед аналогами. Но на этом этапе обойти конкурентов не так-то просто. Создателям стартапа следует проявить упорство, продемонстрировать творческое мышление и деловую хватку. Именно сейчас проект подвергается наибольшему риску. Если целевая аудитория останется равнодушной, его история на том и завершится.

3. 3. Рост, или Growth Stage. Допустим, проект выжил в конкурентной борьбе. Продукт пользуется спросом и потихоньку захватывает рыночную нишу, на которую ориентировались его разработчики. Настаёт время выходить на точку безубыточности и приносить инвесторам кое-какую прибыль.

4. 4. Расширение, или Expansion Stage. Цели, отраженные в бизнес-плане, наконец-то достигнуты. Но компания-разработчик на этом не останавливается – она продолжает продвигать свое детище на новых рынках. Ее позициям уже ничего не угрожает: она узнаваема, ее продукция пользуется стабильным спросом, доходы постепенно растут.

5. 5. Выход, или Exit Stage. Когда компания достигает пика своего развития, инвесторы, осуществившие финансирование проекта, отказываются от своей доли в этом бизнесе и продают ее более крупным игрокам. Этот шаг приносит им хорошую прибыль. Можно сказать, ради

этого момента они и вкладывают деньги в перспективное начинание. Впрочем, отдельные инвесторы сохраняют свою долю и используют ее в качестве источника постоянного дохода.

Чем интересен стартап для инвесторов и разработчиков

И автор идеи, и инвестор, помогающий ее воплотить, в равной степени заинтересованы в финансовом успехе стартапа. В случае победы каждый из них получит свою выгоду. Правда, при этом инвестор рискует больше. Но зато и прибыль его будет существеннее, чем прибыль стартапера.

Интерес разработчика. Вкладывая силы в стартап, разработчик стремится воплотить в жизнь свои идеи, обрести успех и признание, а также он просто занимается любимым делом и надеется, что его старания будут вознаграждены. В некоторых случаях так и происходит.

Интерес инвестора. Инвестор, естественно, воспринимает стартап несколько иначе. Для него главным является приумножение капитала. Перед ним два пути: вложить средства в развивающийся бизнес, а потом продать свою долю, которая к этому моменту будет дорого стоить, либо оставить ее себе и получать с нее пассивный доход.

Стартапер и инвестор заранее договариваются о том, каким образом они разделят доход от реализации проекта. Как правило, инвестор получает большую часть, и это вполне закономерно, ведь именно он обеспечивает финансовую поддержку и подвергается риску в случае неудачи. Разработчик получает в среднем от 5 до 10% прибыли, но если игра действительно стоит свеч, то эти деньги гарантируют ему безбедное существование.

В настоящее время заинтересованность бизнесменов и инвесторов в создании стартапов продолжает расти – несмотря на то, что перспективы компаний-новаторов сложно назвать радужными. Ведь не более 10% всех проектов получают достойное развитие.

На протяжении ближайших нескольких лет будут активно развиваться следующие направления: финансовые услуги, экологические технологии, медицинское оборудование, биофармацевтика, медийные проекты,

социальные сети, телекоммуникации, полупроводники, здоровье, потребительские товары и услуги.

Как видите, стартап – это не просто молодая компания. Стартап – это фирма, созданная амбициозными молодыми людьми, которые готовы продвигать свой проект любой ценой. Поскольку стартаперы всегда испытывают недостаток финансирования, на помощь им приходят инвесторы, привлеченные возможностью заработать. Без них проект не имеет шансов.

Лучшие стартапы Узбекистана на сегодняшний день

Anoоог: онлайн-сервис для бронирования праздничных поездок.

BILLZ: программа для управления и развития ритейл бизнеса, оффлайн и онлайн.

Event Tech Solution: онлайн-платформа для покупки билетов на мероприятия и их продвижения.

Express24: сервис доставки еды по заказу через мобильное приложение.

LeBazar: онлайн-магазин с доставкой продукции из местных супермаркетов.

Manzil: мобильное приложение для совместных поездок (car sharing).

Oylik Uz: сервис для сотрудников больших компаний, который помогает получать детальную информацию о зарплатах и бонусах.

Pollo: мобильное приложение для проведения коммерческих социальных опросов.

TezMed: мобильное приложение для вызова скорой помощи и поиска больниц.

TSDI: система стратегического анализа и прогнозирования на основе медицинской базы данных.

WiseCo : платформа, позволяющая обмениваться видеоматериалами и заработком между создателями контента и известными личностями.

Финансирование

Сложившаяся практика венчурных инвестиций предполагает несколько этапов финансирования стартапов, на каждом из которых компания привлекает достаточно средств для поддержания роста и достижения следующего раунда инвестиций. Поскольку инвестор получает доход от увеличения стоимости его доли в капитале компании, предполагается кратный рост компании между инвестиционными раундами (англ.)русск., делающий стартап привлекательным для нового инвестора.

Большинство подходов к описанию этапов финансирования, с некоторыми вариациями, аналогичны представленному в эссе Пола Грэма «Как профинансировать стартап»

□ Посевные инвестиции — первый этап привлечения средств, на котором инвесторами зачастую выступают основатели стартапа, их родственники или друзья. В английском языке закрепилось сокращение 3 F, описывающее первых инвесторов большинства стартапов — friends, family and fools (с англ. — «друзья, семья и дураки»)

□ Первоначальные средства покрывают расходы команды на проживание, разработку бизнес-плана и прототипа будущего продукта. В исключительных случаях посевным инвестором выступает венчурный фонд — а сумма инвестиций увеличивается на порядок.

□ Ангельские инвестиции предоставляют частные инвесторы, заинтересованные в участии в развитии компаний. Входящий в капитал компании бизнес-ангел обычно получает место в совете директоров и возможность блокировать решения основателей, которые сочтёт неразумными. На этом этапе стартап получает возможность расширить штат, закончить работу над первой версией продукта, привлечь первых клиентов — «ранних последователей» (англ.)русск..

□ Раунд «А» — привлечение средств венчурного фонда в компанию с работоспособным продуктом, клиентами и планами развития. Сумма инвестиций значительно превышает полученные прежде, и стартап начинает строить формальную структуру и расширяться. За раундом «А» могут

последовать раунды «В», «С» и последующие — они обозначаются буквами латинского алфавита.

Этапы финансирования стартапа

Описанная в эссе Пола Грэма последовательность условна и служит примером. Работы других авторов дополняют эту модель. Например, профессор финансов в предпринимательстве (англ.)русск. калифорнийского колледжа Вестмонт (англ.)русск. и писатель Дэвид Ньютон отдельно отмечает этап привлечения заёмных средств, в том числе промежуточного кредита (также называемого бридж-кредитом) для погашения текущих обязательств стартапа. Ещё одним этапом привлечения финансирования является первичное публичное предложение, IPO — размещение акций компании на бирже. Выход на IPO обычно становится основной целью стартапа на поздних этапах развития.

Другие подходы

Помимо описанных моделей, ориентированных на «развитие клиентов» и финансирование стартапов, существуют привязанные к изменениям бизнес-процессов или роли на рынке. Несмотря на использование разных критериев, все модели могут быть условно привязаны к общей временной шкале. Подобный гибридный подход к жизненному пути стартапа был предложен консалтинговой компанией *Startup Commons* в их модели развития стартапов.

Этапы финансирования стартапа

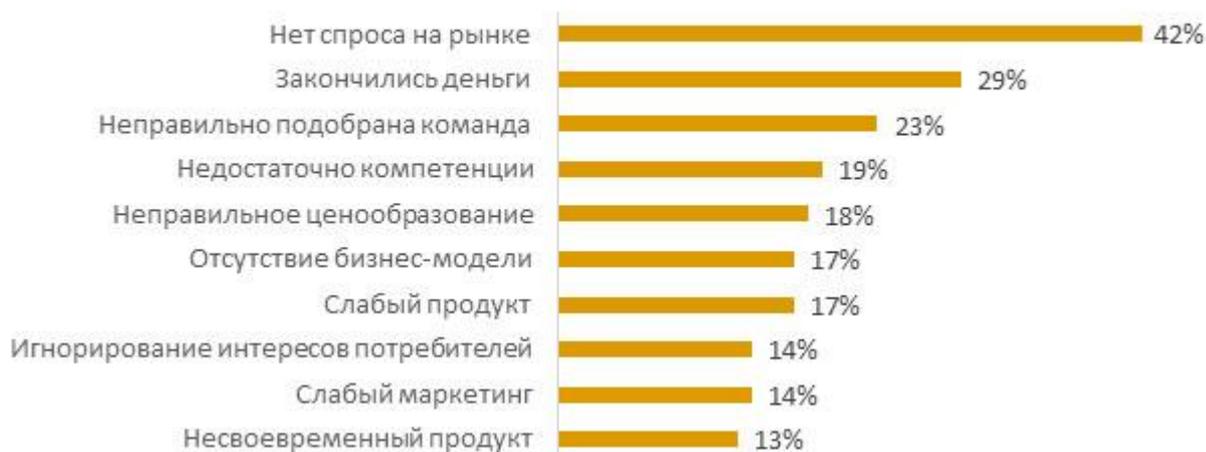


Посевное финансирование (англ. *seed money, seed funding, seed stage investments* и т.д.) — высокорисковые инвестиции в новый бизнес или компании на раннем этапе развития.

Посевные инвестиции отличает наибольший финансовый риск и наиболее высокая окупаемость инвестиций в случае успеха компании в сравнении с инвестициями на других этапах существования компании.

Бизнес-ангел (англ. *angel, business angel, angel investor* и пр.) — частный венчурный инвестор, обеспечивающий финансовую и экспертную поддержку компаний на ранних этапах развития

Топ-10 причин неудач стартапов



ЧТО НУЖНО ДЛЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ



13 способов получить финансирование стартапа

1. Классический FFF (friends, family and fools)

Говоря по-русски — знакомые с деньгами, семья и люди, не имеющие венчурного опыта, но желающие инвестировать в стартап.

Где искать первых и вторых — понятно без особых объяснений. Последние — это скорее друзья друзей, и их сложно рекомендовать. Помимо отсутствия у них опыта, есть риск получить в совладельцы компании людей, далеких от ваших ценностей или понимания рискованности венчурных инвестиций.



Безусловное преимущество — то, что данный тип инвесторов изначально лояльней и не требует сложных процедур оформления сделок, прописывания KPI, детальных отчетов и презентаций. Основные риски — испортить отношения с близкими людьми, в случае если стартап не взлетит. И это может быть очень больно как для вас, так и для них. Чтобы подстраховаться, важно на самом старте предельно четко обрисовать, что вы планируете сделать на полученные деньги и какие сценарии развития событий возможны вплоть до полной потери денег.

2. Бизнес-ангелы

Профессиональные или стремящиеся к этому частные инвесторы. Вкладывают личные деньги — как правило, на ранних стадиях развития проектов. Крупнейших из них вы можете найти, погуглив рейтинг российских бизнес-ангелов. Как правило, у себя в соцсетях они сами пишут, как лучше с ними связаться. Остальные обитают на выставках стартапов, хакатонах и прочих тематических мероприятиях. И здесь важно суметь быстро и качественно рассказать о проекте.

3. Классический краудфандинг

Это сбор денег на реализацию проекта от большого числа мелких инвесторов, заинтересованных в вашем продукте. Другими словами — с

миру по нитке. Существуют профессиональные площадки, на которых можно разместить описание проекта и где уже есть аудитория желающих профинансировать стартап: российский BoomStarter и международные Kickstarter, Indiegogo, Fig.

4. Краудфандинг через займы

Например, через сервисы «Альфа Поток» и StartTrack. Подходящий вариант, если у проекта уже есть продажи. Такие площадки собирают пул небольших инвесторов, готовых давать синдицированные займы стартапам. Процентные ставки выше банковских, сроки меньше, но зато не требуется обеспечение и оформление проходит сравнительно быстро.

Подходит для проектов с высокой оборачиваемостью и соответствующей доходностью, но без основных активов.

5. Обычный заем с залогом собственного имущества

Это, конечно, хардкор и риск потери всего, если стартап не раскрутится. Но если есть уверенность в своих силах, такой вариант — на мой взгляд, самый правильный и серьезно поднимет авторитет в глазах инвесторов на дальнейших стадиях финансирования.

6. Подписка клиентов на товар до появления B2C-продукта

В этом случае производство или закупка осуществляются тогда, когда наберется достаточная для старта сумма. Похоже на краудфандинг, но не требует специальных площадок или большой известности в соцсетях. По сути, речь идет о предварительных продажах.

Этот способ очень любят использовать девелоперы, продавая будущие квартиры на стадии проектной документации. В отличие от некоторых плохих девелоперов, всегда выполняйте обещания или возвращайте деньги.

Для продуктовых стартапов можно сделать лендинг и собирать подписку на заказы с отложенной поставкой или использовать механизм совместных покупок (сбор суммы, достаточной на оптовую партию, для получения скидки за объем). Большие средства таким образом не собрать, но

для заказа тестовой партии может хватить. Заодно и спрос протестируете, до реальных затрат.

7. Получение проектного финансирования от потенциальных клиентов

Если у вас B2B-стартап (основные клиенты — компании, а не физлица), попробуйте пойти за финансированием к крупным компаниям, которые могут быть заинтересованы в вашем продукте.

В Штатах такие истории очень распространены. Так, Билл Гейтс начинал многомиллиардную и всеми нежно любимую Microsoft, получив финансирование на MS-DOS от IBM еще до наличия продукта.

8. Получение финансирования от производства

Может сработать, если у вас стартап про продажу продукции, а производителям интересно выйти на новые рынки или охватить новую аудиторию..

9. Обмен долей стартапа через опционы на необходимые услуги

Финансирование стартапа нужно для получения определенных услуг, позволяющих его развивать. Почему бы не исключить из этой цепочки деньги? Если у вас достаточно сильная репутация и перспективный проект, вы всегда можете расплатиться долями в компании. Главное, не забывайте про формулу клифа и вестинга для сотрудников (гугл поможет).

Некогда Facebook расплатился своими акциями за оформление нового офиса. Марк Цукерберг получил граффити модного художника. А художник Дэвид Чжоу — долю, которая при выходе Facebook на IPO стала стоить \$200 миллионов.

10. Акселераторы

Это наше все, ведь в отличие от ангелов, стартап-акселераторы могут не только профинансировать создание MVP, но и научить бизнес-процессам, поставить продажи, а потом представить инвесторам поздних стадий.

11. Гранты и конкурсы

Еще один инструмент, позволяющий лучшим из проектов получать финансирование. Гранты, как правило, направлены на ускорение развития

отдельных отраслей или технологических направлений. Не требуют оплаты, но требуют победы в конкурсе и четкого следования программе использования после получения финансирования. С точки зрения гибкости — это минус, поскольку у вас не получится резко изменить направление развития стартапа. Но с точки зрения стоимости денег — это безусловный лидер, потому что не нужно отдавать ни доли, ни сами гранты, ни проценты за их пользование.

12. Венчурные фонды и фонды прямых инвестиций

То, с чего многие начинают, хотя, на мой взгляд, правильней этим заканчивать, когда все остальные способы получения денег уже использованы. За инвестиции фонда вы отдадите существенную долю в бизнесе и часть контроля над ним. Чем позже вы это сделаете, тем лучше будет оценка бизнеса и большая часть его останется у вас.

Поэтому к венчурным фондам имеет смысл идти только после нахождения работающей бизнес-модели, с пониманием своей экономики и убедительными историческими метриками развития бизнеса.

Фонды интересуют сильная команда, подтвердившая свою компетентность, большой рынок и потенциал для быстрого роста капитализации проекта. Соответственно, такие деньги целесообразны для получения финансового рычага на ускоренное масштабирование.

Альтернативный вариант — поучаствовать в целевых мероприятиях: венчурных конференциях, выставках, хакатонах. Нередко фонды проводят там питч-сессии для стартапов или изучают участников экспозиции..

13. ICO или Tokensale

То, что год назад было новым и прорывным способом получения инвестиций, теперь превратилось в сомнительную историю, которой избегает большинство классических фондов. Изначально ICO проводилось только проектами, связанными с блокчейном. Но на пике популярности и легких сборов многие стартапы научились прикручивать ярлык блокчейна к чему угодно и собирать деньги на дейтинги, котиков, песочные карьеры и другие

увлекательные цели.

В случае с ICO важно понимать ряд вещей. Во-первых, чтобы собрать много денег на что-нибудь ненужное, нужно сначала потратить много денег. Если в начале 2017 года стоимость проведения ICO-кампании была \$20-50 тысяч, то сейчас сумма начинается от \$500 тысяч. А листинг на крупных биржах, без которого не будет ликвидности токенов проекта, стоит миллионы долларов.

Во-вторых, существуют огромные юридические риски. В большинстве стран до сих пор нет понятного законодательства, регулирующего ICO.

Всегда есть вероятность, даже действуя максимально благонадежно, в результате ICO столкнуться с законом. Как, например, случилось в Китае, где в сентябре 2017 года центральный банк написал директиву, по которой отменял все проведенные раньше ICO и требовал вернуть собранные деньги. Довольно сложно представить, как местные предприниматели их возвращали, с учетом того, что на ICO может тратиться до 20% собранных средств в виде различных комиссий.

В-третьих, ICO — публичное мероприятие. Успешно проведя его, вы рассказываете всему миру, у кого появились деньги, которые государство деньгами не считает и не защищает. Про издержки личной встречи с тысячей расстроенных инвесторов в случае неудачи проекта можно не говорить.

В общем, если вы из реального блокчейна, то и сами все знаете, а если нет — то лучше не стоит.

Выбор конкретного варианта развития зависит от особенностей стартапа. Исходя из выше перечисленного, могу сказать, что можно эффективно комбинировать различные способы получения финансирования.

Не обязательно пытаться закрыть все и сразу одним источником, лучше двигаться поступательно, в соответствии с этапами развития стартапа. Сначала — получить средства, которых будет достаточно для создания минимального продукта и проверки идеи. Когда появятся первые результаты, финансирование будет привлекать проще. Это самый логичный и дешевый

вариант.

За прямыми инвестициями от фондов сразу спешить не стоит, поскольку при переложении на стоимость капитала они самые дорогие. Лучше сначала вырастить бизнес и уже потом идти с нормальной оценкой и понятной моделью к фондам.

Контрольные вопросы

1. Что такое стартап?
2. Цель создания стартапа?
3. Причины неудач стартапов?
4. Этапы финансирования стартапа?
5. В чем заключается интерес инвестора?
6. В чем заключается интерес разработчика?
7. В чем заключаются отличительные черты стартапа ?
8. Расскажите о видах стартаперах?
9. Для чего нужно финансирование стартапа?
10. Что такое прямые инвестиции?
11. Что такое венчурные инвестиции?
12. Что такое идея бизнеса?
13. Какие бывают инвесторы?
14. В чем суть классического финансирования?
15. На какие цели можно получить финансирование от у государственных фондов?

Глава : Международные аспекты финансов бизнеса

План

1.Формы финансового обеспечения малого бизнеса в мировой практике

Реализация экономического потенциала предпринимательской деятельности в значительной степени зависит от условий и необходимости финансирования.

Финансовое обеспечение предпринимательства - это совокупность принципов и методов, форм и условий финансирования предприятия. Финансирование представляет собой способ финансового обеспечения предпринимательства, удовлетворение потребностей в финансовых ресурсах.

Финансовыми ресурсами считают совокупность денежных средств, строго целевого использования, обладающих возможностью высвобождения из оборота или дополнительной загрузки в оборот (мобилизации).

Обычно говорят о трех группах источников финансовых ресурсов предприятий (рис.1):



Рис.1. Источники финансовых ресурсов предприятия¹⁷

Собственные финансовые ресурсы предприятия включают первоначальные взносы учредителей предприятия и накопления за счет результатов хозяйственной деятельности.

На основе возвратности предприятием привлекаются заемные финансовые ресурсы - ресурсы, мобилизованные на финансовом рынке.

Собственные финансовые ресурсы предприятия включают первоначальные взносы учредителей предприятия и накопления за счет

¹⁷ Рисунок составлен на основе данных сайта www.ula.uz

результатов хозяйственной деятельности.

На основе возвратности предприятием привлекаются заемные финансовые ресурсы - ресурсы, мобилизованные на финансовом рынке.

Все денежные поступления и доходы, которыми обладает предприниматель на определенный момент времени (или на дату), в последующем направляются на покрытие денежных расходов и отчислений, требуемых для социального и производственного развития, - инвестиций, авансирования в текущие затраты расходов и отчислений на социальные нужды, в централизованные социальные фонды и в бюджеты различных уровней.

Структура финансового механизма развития малого бизнеса является довольно сложной и включает в себя большое количество элементов, представляющих собой совокупность бюджетного, налогового, кредитного механизмов и механизма самофинансирования, при использовании которых с учетом влияния внутренних и внешних факторов обеспечивается развитие.

Существует множество источников финансирования. Классификацию видов финансирования можно провести по ряду оснований. Так, в зависимости от источника финансирования, под которым следует понимать источник получения денежных средств, финансирование делится на: самофинансирование кредитное финансирование, бюджетное финансирование, альтернативное финансирование (Таблица. 1).

Самофинансирование - обязательное условие успешной хозяйственной деятельности предприятий в условиях рыночной экономики. Этот принцип базируется на полной окупаемости затрат по производству продукции и расширению производственно - технической базы предприятия, он означает, что каждое предприятие покрывает свои текущие и капитальные затраты за счет собственных источников.

Таблица 1

Элементы формирования финансовых ресурсов субъектов малого

и среднего предпринимательства¹⁸

Способ финансирования	Методы
Способ финансирования	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Уставный (акционерный капитал); ❖ Амортизационные отчисления; ❖ Капитализация прибыли
Кредитное финансирование	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Банковские займы компаниям (краткосрочные, долгосрочные займы, овердрафт); ❖ Коммерческое кредитование; ❖ Микрозаймы; ❖ Лизинг; ❖ Факторинг; ❖ Вексельное кредитование; ❖ Проектное финансирование;
Бюджетное финансирование (государственная поддержка)	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Субсидии; ❖ Гарантии; ❖ Гранты
Альтернативное финансирование	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Бизнес-ангельское финансирование; ❖ Венчурный капитал; ❖ Краудфандинг

На основе таблицы 1. можно сделать вывод, что самофинансирование

¹⁸ Буров В.Ю. «Основы предпринимательства»: учебное пособие// – Чита.:2016. С– 441
362

является одной из лучших форм финансирования, т.к. способствует сохранению независимости, является наиболее доступной формой, позволяет сохранить собственность и право управления предприятием за учредителями, а также обеспечивает высокую прибыльность из-за ненужности выплат процентов по заемным средствам. Однако данная форма финансирования имеет и недостатки такие как ограниченность объемов, отсутствие независимого контроля за эффективностью менеджмента и использования средств, и другие. Но все-таки основным недостатком является – ограниченность объемов. К тому же, согласно теории Модильяни-Миллера, заемный капитал способствует формированию «налогового щита»¹⁹ и обеспечивает высокую стоимость предприятия. Но для того, чтобы предприятие, относящееся к сектору малого и среднего бизнеса, могло взять кредит, ему необходимо иметь в собственности залоговое имущество, значительно превышающее по стоимости стоимость заемных средств, т.к. в случае неуплаты кредитор вынужден будет в судебном порядке отторгнуть собственность для её продажи по более низкой цене.

Финансирование предпринимательской деятельности с помощью заемных средств возможно при существовании устойчивого сегмента кредитной системы, который ориентирован на работу с рассматриваемым сектором экономики. Развитие инфраструктуры кредитования предпринимательства определяется уровнем развития финансово-кредитной системы и экономики страны в целом, состоянием важнейших ресурсных рынков, соответствием правовых механизмов регулирования экономических отношений, потребностям различных предпринимательских и финансовых структур, системой мер государственной поддержки предприятий и рядом других факторов.

Рассмотрим некоторые из методов кредитного финансирования.

Микрокредитование – является основным видом

¹⁹Капогузов, Е.А. Введение в экономическую теорию: учебное пособие/ Капогузов Е.А., Маковецкий М.Ю. Омск: Унита,– С 284

микрофинансирования. Микрокредиты выдаются малыми суммами. Начинающие предприниматели могут получать микрокредиты на открытие или развитие бизнеса при поддержке государства. Такие кредиты увеличивают доступ предприятий к заемным средствам, когда предпринимателю необходимо получить небольшие суммы, т.к. мелкие кредиты для банков слишком затратны и невыгодны, предприятие может с минимальными затратами времени получить необходимые денежные средства.

Лизинг – имущественные отношения, которые возникают при передаче объекта лизинга (движимое и недвижимое имущество) во временное пользование на основе его приобретения и сдачу в долгосрочную аренду.

Выделяют финансовый и оперативный лизинг. Финансовый лизинг – соглашение между лизингодателем и лизингополучателем, которое в течение своего действия предусматривает выплату платежей, покрывающих полную стоимость (или большую ее часть) амортизации оборудования, дополнительные издержки и прибыль лизингополучателя.

Оперативный лизинг – соглашение между лизингодателем и лизингополучателем на срок короче амортизационного периода, т.е. все расходы, связанные с приобретением и содержанием сдаваемых в аренду предметов, не покрываются арендными платежами.

Факторинг – продажа срочных платежных требований, которые возникают из поставки товаров (выполнения работ, оказания услуг), в том числе прав требования возврата выданных кредитов, т.е. имеет место продажа недокументированной (не закреплённой в ценной бумаге_ дебиторской задолженности.²⁰

Вексельное кредитование – заключается в том, что предприятие, которому необходимо финансирование своих производственных расходов, выступает в роли заемщика по договору вексельного кредитования и

²⁰Официальный сайт Государственного комитета по статистике Республики Узбекистан [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.stat.uz>.

получает от банка простые векселя. В дальнейшем эти векселя используются предприятием для расчетов с контрагентами и после того, как срок кредита истечет, заемщик возвращает банку денежную сумму.

Проектное финансирование – обычно используется в финансировании сложных проектов с редким оборудованием или для предприятий, которые проводят дорогостоящую модернизацию основных фондов. Данный вид кредита предоставляется небольшим количеством специализированных банков. Основным недостатком проектного финансирования является то, что на рассмотрение документов банком может быть потрачено до полугода и в конечном итоге предприятие может получить отказ в предоставлении кредита.

Значительную роль в развитии сектора малого и среднего предпринимательства играет государственная поддержка, осуществляемая в форме бюджетного финансирования. Сегодня государство берет на себя обязанность финансировать приоритетные государственные программы развития промышленности, сельского хозяйства, транспорта, связи, а также обеспечивать денежными средствами функционирование социальной инфраструктуры. Все финансовые меры правительства направлены не только на прямое увеличение финансовых возможностей субъектов предпринимательской деятельности, но также имеют стимулирующий характер и призваны направить их развитие с учётом общенациональных интересов.

Государство поддерживает малые и средние предприятия, как правило, в таких сферах, как сельское хозяйство, занятость, инновации, экспорт, региональное размещение производства и опирается на разнообразный арсенал финансовых рычагов. Необходимо отметить, что данный вид финансирования является очень существенным и важным.

Одним из традиционных способов классификации государственной поддержки сектора малого бизнеса является разделение деятельности государства по характеру воздействия на малое и среднее

предпринимательство, которое выделяется в две формы этого воздействия – прямое и косвенное.

К прямому воздействию можно отнести, например, непосредственное налоговое льготирование, выделение бюджетных средств для льготного финансирования их перспективных инвестиционных проектов, предоставление в бесплатное пользование или в льготную аренду малым предприятиям государственного имущества и т.п.

Косвенная поддержка малых предприятий осуществляется государством опосредованно через стимулирование крупных промышленных корпораций, банков, страховых компаний.

Вторым классификационным признаком является функциональное направление государственной поддержки. Здесь можно выделить следующие виды поддержки:

- ✓ налогово-управленческая;
- ✓ имущественная;
- ✓ финансово-кредитная
- ✓ организационно-инфраструктурная;

К налогово-управленческому виду поддержки относится применение налоговых рычагов для стимулирования развития предпринимательства. В данную группу входят налоговое и таможенное льготирование, налоговые формы государственной поддержки малого и среднего предпринимательства.

Имущественный вид поддержки малого бизнеса предполагает привлечение в этот процесс государственной и муниципальной собственности (не только материальной, но и интеллектуальной). К примерам имущественной поддержки относят внедрение новых технологий на предприятиях, проведение лизинговых операций, применение гарантийных механизмов с использованием государственного имущества.

Самой обременительной для государства и самой привлекательной для бизнеса является финансово-кредитная поддержка, которая включает льготное кредитование, предоставление гарантий под кредиты коммерческих

банков и др.

Следующий вид организационно-инфраструктурной поддержки включает в себя формы, которые связаны с регламентированием деятельности малого бизнеса, а также созданием различных структур, предоставляющих услуги малому бизнесу. К ним относятся, например, упрощенная регистрация субъектов малого бизнеса, предоставление маркетинговой информации на льготных условиях, проведение консалтинга, аудита.

Также сектору малого бизнеса доступно альтернативное финансирование. К самым распространенным методам альтернативного финансирования относится бизнес-ангельское финансирование, финансирование с помощью венчурного капитала и краудфандинг.

Существует два основных канала предоставления венчурного капитала: Институциональный и неформальные инвесторы. Институциональные представлены венчурными фондами, управляемыми командой менеджеров профессионалов. Неформальными инвесторами являются бизнес-ангелы.

Бизнес-ангельское финансирование предполагает инвестирование части собственных средств в инновационные компании, находящиеся на раннем этапе развития и не имеющим достаточного обеспечения, частными лицами (бизнес-ангелами).

Одним из существенных отличий венчурных компаний от бизнес-ангелов является то, что первые управляют чужими средствами, в то время как последние инвестируют собственные средства.

Краудфандинг – коллективное сотрудничество людей, которые объединяют свои деньги и другие ресурсы для поддержки усилий других людей или организаций, в частности, для финансирования стартап-компаний, малого предпринимательства и т.д. Сегодня краудфандинг уже является основным источником финансирования тысяч проектов по всему миру, а краудфандинговые платформы становятся серьезной альтернативой традиционным рынкам капитала.

Краудфандинговые платформы предоставляют всю требуемую инфраструктуру для размещения проектов, а социальные сети, блоги и позволяют привлечь внимание потенциальных беккеров. Тем не менее, далеко не все проекты набирают требуемую для реализации сумму. В этой связи большой практический интерес представляет мотивация беккеров.

2. Практика организации форм бизнеса в США.

Экономика США развивалась исключительно в рыночных условиях и малые предприятия фактически заложили фундамент процветания страны в XVIII-XIX. А малый бизнес стал одним из основных факторов, обеспечивших экономике США высокий уровень развития за относительно короткий период времени. Малое предпринимательство сыграло решающую роль в оздоровлении экономики страны, строительстве ее будущего и помогло Соединенным Штатам в конкурентной борьбе на мировом рынке.

В США на малый бизнес приходится 99,7% всех предприятий и половина рабочей силы частного сектора американской экономики. На малых предприятиях ежегодно появляется от 60 до 80% новых рабочих мест; они производят более 50% ВВП и 40% ВНП.²¹

²¹Питере Т.Д, Уотерман Р.Х. В поисках совершенства: уроки самых успешных компаний Америки. М.: Издательский дом «Вильямс», 2016.

Также на малый бизнес приходится 29% общего объема американского экспорта.

При отнесении предприятий к разряду малых в США существуют различные критерии: отраслевая принадлежность, среднегодовой доход за определенное время (в зависимости от отрасли - за последние 12 календарных месяцев, 3 финансовых года и т.д.), в отдельных отраслях - средняя занятость, среднее число клиентов и некоторые другие. Кроме того, бывают исключения.

Например, предприятие является малым в розничной торговле, если среднегодовой доход фирмы за последние три финансовых года не превышал \$5 млн., при этом около 11 видов деятельности являются исключениями из правила; в сельском хозяйстве среднегодовой доход малого предприятия за последние 3 финансовых года не должен превышать \$500 тыс., за исключением производства крупного рогатого скота (не более \$1,5 млн. и производства куриных яиц - \$9 млн.). Также к категории малого бизнеса американцы относят хозяйственные субъекты, которых работает менее 500 человек. При этом все малые предприятия подразделяются на фирмы с количеством работников до 20 человек, от 20 до 100 и от 100 до 499 человек. Кроме того, в массиве малых предприятий выделяют те, на которых используется труд наемных работников, и те, где владелец фирмы обходится без привлечения наемного персонала.

В США насчитывается около 7 млн. предприятий с численностью наемных работников менее 500 человек, из них на 6 млн. предприятий занято менее 20 человек. Кроме того, действует 18,3 млн. индивидуальных несельскохозяйственных предприятий. Примерно одна из каждых трех американских семей вовлечена в малый бизнес. То есть малый бизнес в США - не просто один из видов предпринимательства, а, в сущности, образ жизни.

Отличительной чертой малого бизнеса является его быстрое обновление: в США ежегодно возникает и ликвидируется множество малых

компаний. В стране ежегодно регистрируется около 600 тыс. и ликвидируется около 500 тыс.



Рис.2 Основные инструменты государственной поддержки малого бизнеса в США²²

По результатам опросов, от 80% до 90% жителей США позитивно оценивают роль Малого бизнеса. И это неудивительно: ежегодно в сфере малого предпринимательства создается три из каждых четырех новых рабочих мест. Кроме того, малые предприятия помогают насытить и разнообразить потребительский рынок страны - на оплату товаров и услуг американцы ежегодно тратят около 8 трлн. долларов.

Малый бизнес рассматривается в американском обществе как решающий фактор динамики экономического развития. Именно благодаря ему происходит постоянная смена участников рынка: возникают новые компании, виды бизнеса, происходит замещение фирм, завершивших цикл своего развития. Считается, что в экономике должна существовать динамическая стабильность, при которой осуществляется постоянное выбытие неэффективных, не отвечающих существующим потребностям рынка и появление более новых, более активных и динамичных фирм. Сегодня малый бизнес активные позиции в сферах, которые ранее были уделом главным образом крупных фирм. В конце XX века сильно

²²<http://www.sba.gov/aboutsba/> Сайт Администрации Малого Бизнеса при Президенте США (Small Business Administration - SBA)

выросла активность малого бизнеса в мировой торговле и международных экономических отношениях.

Американское малое предпринимательство охватывает многие сферы экономической деятельности: малое предпринимательство действует и в торговле, и в производственной сфере, и в финансовом секторе, и в консалтинге, и в сфере инноваций, и в области социальных услуг. В штате Коннектикут²³, к примеру, 17% предприятий МБ заняты предоставлением профессиональных, научных и технических услуг; около 13% - в строительстве, 12% - в розничной торговле; 9% - в области здравоохранения и социальных услуг, остальные - в сфере недвижимости, финансов, транспорта, оптовой торговли, образования и др. Значителен вклад малого предпринимательства в развитие НИОКР и освоение новой продукции: основная масса открытий и изобретений в США приходится на долю мелких и средних специализированных фирм. Освоение производства самолетов, вертолетов, кондиционеров, персональных компьютеров и многих других видов продукции начиналось именно на Малом предпринимательстве.

Важный фактор создания благоприятного делового климата - разумная налоговая политика. Снижение абсолютных и относительных размеров федеральных налогов способствует развитию Малого бизнеса, стимулируя создание небольших предприятий, усиливая их позиции в американской экономике, а значит увеличивая количество новых рабочих мест.

Американское правительство принимает ряд мер для поддержки малого бизнеса. Важнейшей задачей федерального правительства является сохранение и развитие конкурентной среды, которая через механизм снижения издержек производства побуждает производителей переходить на использование более эффективных технологий.

Таким образом, сегодня именно благодаря малому бизнесу экономика США имеет возможность стабильно развиваться на протяжении десятилетий

²³ Коннектикут (англ. Connecticut) — штат на северо-востоке США, входящий в регион Новая Англия. Столица — Хартфорд, крупнейший город — Бриджпорт. Население — 3 590 886 человек

без существенных спадов. Сочетание крупного и малого бизнеса составляет механизм воспроизведения структуры бизнеса, и одновременно придаёт этой структуре динамическую устойчивость и способность развиваться²⁴.

При этом все малые предприятия подразделяются на фирмы с количеством работников до 20 человек, от 20 до 100 и от 100 до 499 человек. Кроме того, в массиве малых предприятий выделяют те, на которых используется труд наемных работников, и те, где владелец фирмы обходится без привлечения наемного персонала.

Таблица 2

Показатели роли малого бизнеса в экономике США, стран Европы и Японии²⁵

	США	Франция	Испания	Япония
ВВП	50%	50-70%	50-70%	50-70%
Доля занятых	50%	70%	70%	80%
Доля сферы услуг в ВВП	73,7%	62,6%	63,4%	65,5%

Малый бизнес в США всегда расценивается как основной источник новых рабочих мест и инноваций. Малый бизнес – это 99% фирм страны, которые обеспечивают более половины всех рабочих мест. Малые бизнесы экспортируют более четверти товаров и услуг из США, регистрируют в 13 раз больше патентов, чем их крупные конкуренты. Сегодня в США насчитывается около 10 млн. предприятий с численностью наемных работников менее 500 человек. Примерно одна из каждых трех американских семей вовлечена в малый бизнес. То есть малый бизнес в США

²⁴ U.S. SBA. The Millenium: Small Business and Entrepreneurship in the 21-st Cent. Washington ,2016.

²⁵ Лебедева И.П. Малый бизнес в Японии. Восток-Запад, Москва 2014

— не просто один из видов предпринимательства, а, в сущности, образ жизни. Американское малое предпринимательство развито во всех сферах экономики: малый бизнес действует и в торговле, и в производственной сфере. Он и в финансовом секторе, и в консалтинге, и в сфере инноваций, и в области социальных услуг. Некоторые американские источники утверждают, что до 20% малых фирм США начинают свою деятельность с капитала \$1000–5000, и более половины из них менее чем за 2–3 года увеличивают свой ежегодный доход до \$1 млн.²⁶

3. Практика организации форм бизнеса в Англии

В наше время Великобритания является высокоразвитой индустриальной страной, занимает важное место в мировом хозяйстве. Она находится на шестом месте в мире и на третьем месте в Западной Европе по объему ВВП, занимает пятое место в мире по уровню промышленного производства. На ее долю приходится 4,2% совокупного ВВП и 1% населения мира (58 млн. чел.). Работоспособное население составляет почти половину всего населения Узбекистана. По объему промышленного производства Великобритания находится на пятом месте среди стран с развитой экономикой. По объему зарубежных инвестиций Великобритания стоит на втором месте в мире. Она обладает крупным действующим флотом.

в Узбекистане отнесение предприятий к субъектам малого бизнеса основывается на данных оборота и численности занятых (различных по отраслям экономики). К мельчайшим относят фирмы с числом занятых от 1 до 25 чел., к мелким – от 25 до 99. При этом в обрабатывающей промышленности малыми считаются фирмы с занятостью ниже 200 человек, в то время как в торговле это предприятие с годовым оборотом менее 400 тыс. фунтов стерлингов.

Основные черты экономики Узбекистана – независимость,

интегрированность в мировую экономическую систему, умеренный уровень развития.

К числу малых и средних предприятий в Узбекистана, как и во всём Евросоюзе, принято относить компании с численностью персонала до 250 человек, однако в национальной статистике Узбекистана не принято выделять микрофирмы (с численностью до 10 человек). Кроме того, в Узбекистанеприменяются свои критерии для отнесения предприятий к малым и средним. В данную классификацию не попадают предприятия, являвшиеся членами крупных групп (дочерние и материнские компании)

Крупнейшие британские концерны представляют собой сложные промышленные комплексы, в которые входят десятки различных предприятий. Особенностью послевоенного развития Узбекистана является широкая диверсификация производства. В руках концернов находятся предприятия самых различных, часто совершенно не связанных в производственном отношении отраслей.

Как уже отмечалось, традиционной чертой британских промышленных компаний является высокая степень интернационализации производства. Раньше это было характерно для колониальных компаний, сейчас это относится ко всем крупным промышленным компаниям. Крупнейшие английские промышленные компании являются транснациональными. Например, у «Империэл кемикл индастриз» (Ай-Си-Ай) свыше 50% персонала заняты за пределами Узбекистана.

Высокая степень монополизации английской промышленности не означает, что в Узбекистаненет средних и малых предприятий. В структуре собственности сочетаются как крупные предприятия, выигрывающие в эффективности вследствие масштабов производства, так и меньшие по размерам узкоспециализированные заводы и фабрики, достигающие высокой рентабельности. Крупный английский капитал использует большую сеть малых и средних предприятий, их повышенную маневренность, гибкую адаптацию к запросам рынка, возможность экономии на многих видах

издержек. в Узбекистане существует контрактная система, через которую множество малых фирм привязывается к крупным компаниям, как к устойчивому рынку, источнику снабжения, финансирования, новых технологий, результатов НИОКР²⁷. Возрастает роль субподрядных, франчайзинговых и дилерских связей, особенно усиливается значение технологического подчинения.

Растущую роль в последние годы играет так называемый рисковый капитал. Доля небольших фирм в общих затратах частного капитала на НИОКР не превышает 5%.

в Узбекистане достаточно большой сектор мелких и средних фирм, но общее их число меньше, чем в других западноевропейских странах. Так, компаний с числом занятых до десяти человек в Англии в 5 раз меньше, чем в Германии.

Характерной чертой хозяйства Узбекистана является его высокая степень интернационализации. Свыше 18% ее ВВП реализуется за границей, а импортная квота превышает 20%.

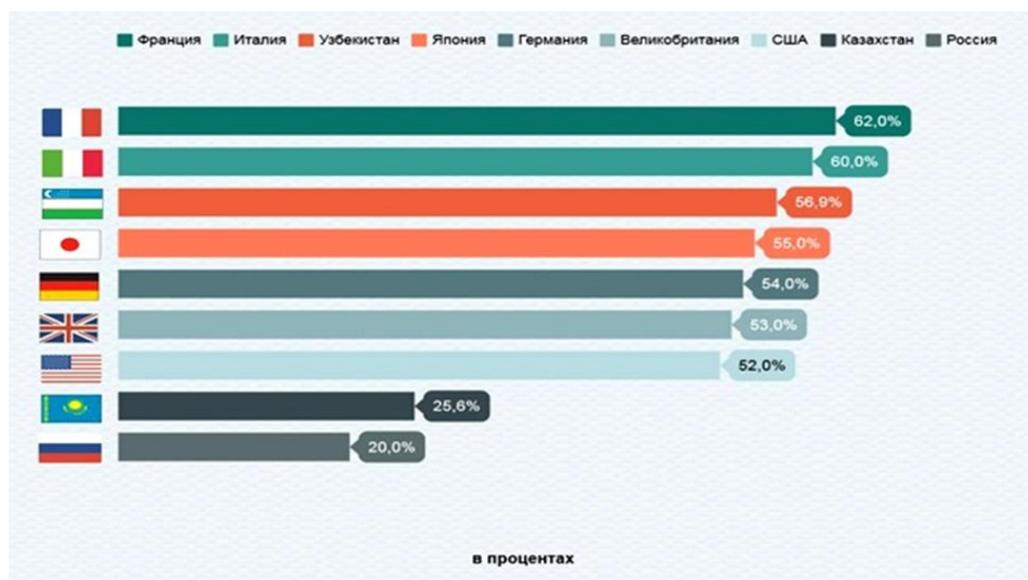
Для сравнения во Франции доля малого бизнеса в ВВП составляет 62%, Италии - 60%, Японии - 55%, Германии - 54,0%, Узбекистана - 53%, США - 52%, Казахстане - 25,6%, России - 20%

²⁷ Научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР) — совокупность работ, направленных на получение новых знаний и практическое применение при создании нового изделия или технологии.

Рис.3 Сравнения доли малого бизнеса в ВВП²⁸

Условия ведения бизнеса в Узбекистане перспективные рынки. Факторы, обеспечивающие конкурентные преимущества фирмам. Бизнес в Альбионе достаточно давно привлекает предпринимателей нашей страны. Это и немудрено – ведь это страна с сильными предпринимательскими традициями и устоями. Кроме того, многие бизнесмены именно в Англии могут на все 100% реализовать свой предпринимательский потенциал.

Не существует ограничений для иностранцев в вопросах приобретения



бизнеса или недвижимости. Регистрация компании происходит за 4 часа, во-вторых, нет необходимости вносить уставный капитал. Например, в Германии для открытия фирмы нужно €25 тыс., поэтому немцы делают следующим образом: регистрируют компанию в Узбекистана, а в Германии

²⁸ Друкер П.Ф. Задачи менеджмента в XXI веке. М.: ИНФРА-М, 2016.

открывают представительство. В ряде стран ЕС, прежде чем зарегистрировать компанию, будущим владельцам необходимо получить местные налоговые номера. Понятно, что для иностранцев это дополнительная процедура. Кроме того, почти во всех странах ЕС есть необходимость вносить уставный капитал не менее €3–4 тыс.

Великобритания сегодня привлекает многих бизнесменов своей Законодательной базой и условиями, позволяющими с минимальными затратами и в достаточно короткий срок зарегистрировать компанию. Законодательство этого государства, основанное на общем праве, требует раскрывать информацию о бенефициаре, но при этом эти сведения не обязательно вносить в реестр. Таким образом, при использовании номинального сервиса достигается абсолютная конфиденциальность — одно из главных преимуществ оффшорных зон. Примечательно, что Великобритания подписала более 100 соглашений с различными странами во избежание двойного налогообложения, в том числе с Россией и Украиной. Согласно обзору Всемирного банка и входящей в группу банка Международной финансовой корпорации (IFC) “Doing Business”, посвященному анализу условий ведения бизнеса в разных странах мира, Великобритания находится на шестом месте в рейтинге стран по условиям ведения бизнеса.

Таблица 3

Взаимосвязь среднедушевого ВВП и структуры производства²⁹

Страна	Среднедушевой ВВП, \$ US	Доля сферы услуг в ВВП, %	Доля малого бизнеса в ВВП, %
США	27840	73,7	51

²⁹Алексеева М.М. Планирование деятельности фирмы. М.: Финансы и статистика, 2015

Великобритания	19533	62,6	58
Япония	21330	63,4	64

Сравнение вышеперечисленных показателей в странах дано не случайно. Это связано с тем, что процесс развития малого предпринимательства без научно-обоснованной поддержки государства, что имеет место в промышленно-развитых странах (США, Япония, Великобритания и др.) скорее всего, может затянуться на годы. Кроме того, чтобы избежать ошибок, которые неизбежны при образовании нового течения в экономике, следует на всех этапах экономического развития обращаться к опыту других стран в этой области, чтобы понять, какие же условия необходимы для развития мелкого предпринимательства в нашей стране.

4. Практика организации форм бизнеса в Японии.

На сегодняшний день Япония является одной из самых развитых стран мира. По своему экономическому потенциалу она занимает второе, после США, место в мире. Её валовой национальный продукт достигает 3,4 триллионов долларов, что составляет 17% мирового производства. Япония является лидером по производству судов, автомобилей, тракторов, компьютеров, промышленных роботов; по выплавке стали, выпуску бытовой электронной аппаратуры; занимает первое место в мире по объёму добычи морепродуктов (около 12 млн. тонн), и занимает второе место.

Малый бизнес в Японии. Японский малый бизнес можно разделить на три категории: семейные хозяйства (около 32% от общего количества малых предприятий в стране), юридические лица (20%) и частные предприниматели (48%). Если "нырнуть" в цифры, оказывается, что в малом бизнесе Японии работают от 6 до 12 млн предприятий (точную цифру назвать сложно, поскольку даже один частный парикмахер — это уже малый

бизнес), это более 90% от общего числа предприятий в стране. На них работают 80% всех занятых в экономике людей (население Японии в целом составляет 127 млн человек). За рубежом японских производителей знают по именам нескольких десятков крупнейших "монстров", хотя огромный вклад в экономику Японии вносит именно малый бизнес. Можно даже сказать, что он и есть основа процветания страны. На долю малого бизнеса приходится более 53% ВВП Японии. К малому бизнесу в Японии относят предприятия с числом работающих менее 1000 человек в горнодобывающих отраслях, менее 300 человек — для всех других видов промышленности, транспорта, связи и строительства, менее 100 человек — в оптовой торговле и менее 50 человек — в розничной торговле и сфере услуг. Есть и другой показатель, определяющий принадлежность к малому бизнесу. Это величина капитала данного предприятия. В подавляющем большинстве случаев он не должен превышать 100 млн. иен, для оптовой торговли — 50 млн. иен, а в розничной торговле — 10 млн. иен. В сферу мелкого и среднего бизнеса, таким образом, попадает огромный слой предприятий — от крайне примитивных надомных хозяйств семейного типа до оснащенных современной техникой фирм.

Экономика Японии отличается от других развитых экономик минимальным участием государства. Государству принадлежит только монетный двор. Все остальное принадлежит частному капиталу. В хозяйстве Японии мелкие предприятия играют важнейшую роль: на их долю приходится до 99% общего числа компаний, около 55% реализованной продукции и 80% численности занятых в промышленности и торговле.

Поддержка малого бизнеса в Японии. Малое предпринимательство в Японии находит помощь не только со стороны правительства и нескольких созданных им специализированных организаций, но и со стороны администрации префектур, местных управлений внешней торговли и промышленности, торгово-промышленных палат.

Таблица 4

Критерии отнесения предприятий Японии к малым³⁰

Наименование	Уставный капитал, млн. иен	Число занятых, чел
Добывающая, обрабатывающая промышленность	100	300
Оптовая торговля	30	100
Розничная торговля и индустрия услуг	10	50

Государственная политика содействия малому бизнесу включает следующие направления:

— обеспечение конкурентоспособности путем выделения субсидий и ссуд — прямых кредитов (Японский банк развития выделяет их малым предприятиям, функционирующим в наиболее перспективных отраслях) и гарантированных кредитов. Благодаря введению налоговых льгот коммерческие банки охотно кредитуют малый бизнес. В 1994 г. 60% всех кредитов пришлось на долю малых предприятий);

— поощрение структурной перестройки, модернизации хозяйственной деятельности, улучшения условий труда, содействие торговле;

— сбор и анализ информации об экономических показателях и технической оснащенности малых и средних предприятий для оценки эффективности господ-держки.

Система финансирования малого бизнеса в Японии. Существующая в Японии система финансирования малого бизнеса гарантирует предоставление субсидий и кредитов органами местной государственной власти. При необходимости — с привлечением частных кредитных учреждений.

³⁰Критерии отнесения предприятий Японии к малым

Финансовая поддержка технического перевооружения производств малых бизнесов осуществляется за счет выделения ссуды из местного бюджета. Проводится реализация оборудования в рассрочку или предоставление его в наем арендодателями префектур.

Широкое распространение получило выделение субсидий, покрывающих до 50% затрат, на создание центров повышения технического уровня малых и средних бизнесов, консультирование, повышение квалификации технических работников и т. п. Государство берет на себя расходы по диагностированию состояния малых предприятий. Неотъемлемый элемент японской системы финансирования малого бизнеса — это компенсация затрат, связанных с подготовкой кадров. Компенсация составляет $2/3$ расходов на повышение квалификации работников. Правительственная поддержка малого бизнеса в Японии. Японское правительство заботится об обновлении предпринимательского сектора и облегчает создание нового бизнеса. В 2003 году в Японии был принят закон, по которому можно открывать малое предприятие без начального капитала — только с одной йеной, что как результат позволило открыть 32 000 предприятий.

В 2000 году был принят закон, максимально упрощающий процедуру банкротства именно в сфере малых предприятий. По этому закону разрешается обращаться в суд для защиты от кредиторов еще до того, как обязательства превысили активы, чтобы предотвратить их распыление. Это поддерживает малый бизнес, позволяет быстро возобновлять его деятельность, но никак не добавляет радости кредиторам.

Такая поддержка малому бизнесу позволяет ему играть все более растущую роль в экономике Японии. В Японии успешно существуют более 6,5 миллионов малых бизнесов. И не случайно Япония является одним из мировых лидеров по развитию малого бизнеса.

В настоящее время в Японии существует 4 канала, по которым осуществляется регулирование и поддержка малого и среднего бизнеса:

- Центральное правительство
- Местные органы власти
- Крупный бизнес
- Объединения предприятий малого бизнеса³¹

Одним из главных направлений развития мировой экономики является, как известно, глобализация. Япония -- один из наиболее активных участников процессов глобализации, и малый бизнес страны не остается в стороне от этих процессов. При этом в последние годы мелкие и средние предприятия не только расширяют объемы своих внешнеторговых операций, но и все активнее занимаются созданием предприятий за рубежом на основе прямых инвестиций (в первую очередь в Китае и странах АСЕАН). Большую помощь в этом оказывает государство. Например, полуправительственная организация Джетро (Японская организация внешней торговли) не только предоставляет мелким и средним фирмам всю необходимую информацию о состоянии мировых рынков, законодательной базе различных стран, их инвестиционном климате, но и организует выставки в Японии и за рубежом, проводит специальные лекции и семинары, организует поездки японских предпринимателей в разные страны мира.

Важность малых предприятий еще и в том, что, ведя ожесточенную конкурентную борьбу за выживание, они вынуждены постоянно развиваться и адаптироваться к текущим условиям рынка, ведь чтобы существовать, надо получать средства к существованию, а значит быть лучше других, чтобы прибыль доставалась именно им.

В заключении можно сделать вывод, что малые предприятия являются мощным регулятором экономики. Ведь малый бизнес в рыночной экономике - это ведущий сектор, определяющий темпы экономического роста, состояние занятости населения, структуру и качество внутреннего национального продукта (ВНП), формирующий конкурентную среду, а также

³¹ Энциклопедия Японии от А до Я. <http://www.japantoday.ru/entsiklopediya-yaponii-ot-a-do-ya/malyu-biznes.html>

оперативного реагирующий на изменение конъюнктуры рынка.

Хотелось бы надеяться, что в ближайшее время наша страна, учитывая обширный зарубежный опыт, пойдет по пути адаптации предприятий малого бизнеса к сегодняшним экономическим условиям хозяйствования в Узбекистане. Тем более, что имеющий глубокие корни в экономической истории нашей страны малый и средний бизнес не используется в полной мере, как в увеличении объемов производства, так и в повышении его эффективности и сбалансированности. Малое предпринимательство ведет к оздоровлению экономики в целом.

Надо заметить, что несомненная перспективность сектора малого предпринимательства в современной экономике и, следовательно, большой интерес к нему не следует рассматривать лишь как очередную компанию в системе антикризисных мер, но и как долговременное направление структурной политики, естественным образом обеспечивающей воспроизводственных и рыночных процессов в отечественном хозяйстве, реализацию современной стратегии экономического роста в течение долговременного перехода. Ибо, именно малые предприятия, особенно в случае удовлетворительной разработки новой государственной политики в области малого предпринимательства, могут стать основой рыночных структур во многих отраслях, обеспечить перелив инвестиций в сферы наиболее эффективного приложения ресурсов и тем самым соединить процессы структурной политики и формирование рынка.

В заключение можно сделать следующие выводы. Конечно, в любой стране существует множество нюансов для ведения своего дела. В Узбекистане до недавних пор были существенные трудности с выводом вложенных средств в иностранной валюте. Значительные ограничения не давали в полной мере осуществить задуманное. Но с приходом новой власти активными темпами идет реформирование системы инвестирования и валютно-обменных операций, поэтому много ограничений уже снято. Полным ходом идет развитие малого бизнеса и этому способствует

наличие упрощённой схеме уплаты отчислений в бюджет. На смену 12 различным видам обязательных сборов пришел единый налог. Это существенно облегчает ведение учета, выявление налоговых обязательств. Заполняют ведомости и производят отчисления по ним ежеквартально.

Несмотря на то, что Узбекистан живет в рыночных условиях, узбекский сум не стал конвертируемым. Пожалуй, это первая причина недовольства бизнес-климатом в стране. В стране одновременно существуют три курса национальной валюты, и курс черного рынка превышает официальный в несколько раз. Незрелость банковской системы отпугивает немало инвесторов, которые хотели бы «играть» по-честному, без взяток за конвертацию. По сути, компании не могут перевести свои доходы из сумов в доллары или любую другую валюту без потерь и проволочек. Задержки с конвертацией валюты и ограничение доступа к иностранной валюте тормозят развитие международной торговли и приток иностранных инвестиций. На данный момент в Узбекистане создан крайне благоприятный климат для иностранных инвесторов и бизнесменов, а в особенности на законодательном уровне. Здесь много свободных и неосвоенных ниш, достаточно дешевая рабочая сила, и очень много доступного сырья для производства (особенно для создания бизнеса в сфере сельского хозяйства, текстиля и строительных материалов). Еще к плюсам можно отнести то, что в Узбекистане не так много сообразительных бизнесменов (уровень экономической и бизнес подготовки слабый), так что конкуренция с местными производителями тут практически незначительна. У населения огромный спрос к товарам массового потребления и к услугам, а местный производитель просто не в состоянии его полностью удовлетворить. Огромнейшим плюсом можно назвать преференцию со стороны государства - за локализацию производства до 5 лет освобождение от налогов.

Контрольные вопросы

1. Почему эксперты утверждают, что британская компания может

достигнуть своих целей более эффективно, если выйдет на международный уровень?

2. В широком смысле существует четыре типа людей или организаций, функционирующих на валютном рынке. Какие?

3. Каковы четыре теоретических правила в отношении валютных курсов, основанные на законе одной цены?

4. Что является причиной ценовой неэффективности валютных рынков?

5. Какова сущность трех типов рисков, связанных с деятельностью на международном уровне?

6. Что такое «хеджирование на денежном рынке»?

Глава : Малый бизнес

План

Корпоративные цели

Формы организации малых предприятий

Налогообложение малого бизнеса

Риск и ставка дисконта

Источники финансирования

Оценка стоимости предприятий малого бизнеса

Леввередж

Дивиденды

Специфика рабочего капитала в сфере малого бизнеса

Понятие малой компании

В современных условиях содержание понятия «малый бизнес» чрезвычайно многообразно. Зачастую в определении используются такие показатели, как численность работников, общий объем вложенных средств и объем торгового оборота. С учетом целей этой книги точное определение, по-видимому, не имеет значения. Виды компаний, которые мы в основном будем рассматривать, обладают следующими характеристиками:

• Такие компании более устойчивы, чем очень мелкие предприятия, действующие как средство самозанятости для их владельцев.

• Их ценные бумаги не котируются ни на одном из сформировавшихся рынков капитала, т.е. не распространяются на эффективных рынках.

• Владение акционерным капиталом и, следовательно, контроль над ним осуществляются объединенной тесными связями группой лиц; иными словами, это компании *семейного типа*.

Значение малого бизнеса

Малые компании в том качестве, которое мы определили выше, являются важной частью частного сектора Узбекистана. По данным Английского банка (Bank of England 2003a, 2004), для компаний, в которых занято менее 50 работников, характерны следующие показатели:

<i>Доля общего числа компаний частного сектора (%)</i>	
Численность занятых	44
Торговый оборот	37
Валовая добавленная стоимость	54
Чистые капитальные расходы	40

Подобная ситуация характерна как для отдельных европейских стран, так и для ЕС в целом.

Есть все основания думать, что значение малых компаний для британской экономики будет возрастать. Реструктуризация промышленности, происшедшая в 1980-х и 1990-х гг., еще более сместила баланс от традиционного производства, добывающих отраслей и производства электроэнергии к отраслям обслуживания. Поскольку развитие отраслей обслуживания зачастую не связано с эффектом масштаба, они в основном представлены малыми бизнес-единицами. Даже в сфере производства новейших компьютерных технологий малые компании показали себя более жизнеспособными. Причина в том, что из-за гибкости подобных технологий экономия масштаба в производстве не приносит столько выгод, как в сфере применения традиционных производственных методов. Как мы видели в главе

13 в разделе, посвященном системе «точно в срок», гибкость приобретает все большее значение в производственных отраслях. Малые компании, как представляется, зарекомендовали себя как более гибкие структуры.

Скорее всего, в будущем компании любых размеров будут все чаще заключать субдоговоры или закупать услуги и детали по мере необходимости в компаниях, специализирующихся в данной сфере, а не стремиться производить все «своими руками»; эта стратегия известна как аутсорсинг (outsourcing). Уже сейчас растет число примеров осуществления компаниями функций аутсорсинга, например в сфере управления персоналом и информационных технологий. Так, компания Boots Group plc, функционирующая в сфере химической промышленности, недавно заключила субдоговор со специализированными компаниями по поводу управления информационными системами и управления своим центральным складом. В результате Boots имеет возможность сосредоточиться на ключевых видах деятельности. В сущности, неудивительно, учитывая размер компании Boots, что аутсорсинг осуществляли крупные компании. В то же время аутсорсинг, как правило, нужен для малых компаний, каждая из которых специализируется на производстве определенного товара или услуги. Аутсорсинг не только создает рынок сбыта продукции малых компаний, но и создает приток рабочей силы в данный сектор экономики. Эта тенденция объясняется тем, что крупные компании, как правило, избавляются от работников, квалификация которых не связана с ключевыми видами деятельности предприятия. Практика дивестиций, включая выкуп части компании ее менеджментом, подтверждает тенденцию к повышению роли малых компаний и концентрации на ключевых видах деятельности.

Считается, что некоторые компании играют особенно важную роль в экономике, создавая условия для развития инноваций. Многие утверждают, что высокий процент, возможно большинство, новых идей возникает и апробируется в секторе малого бизнеса.

Существует несколько сфер финансов бизнеса, в которых общие

принципы, действующие для крупных компаний, не столь эффективны для малых компаний. Кроме того, определенно существует несколько областей, в которых акценты расставлены по-другому и где малые компании, как правило, сталкиваются со своими специфическими проблемами. Мы рассмотрим их в этой главе.

Банкротство малых компаний

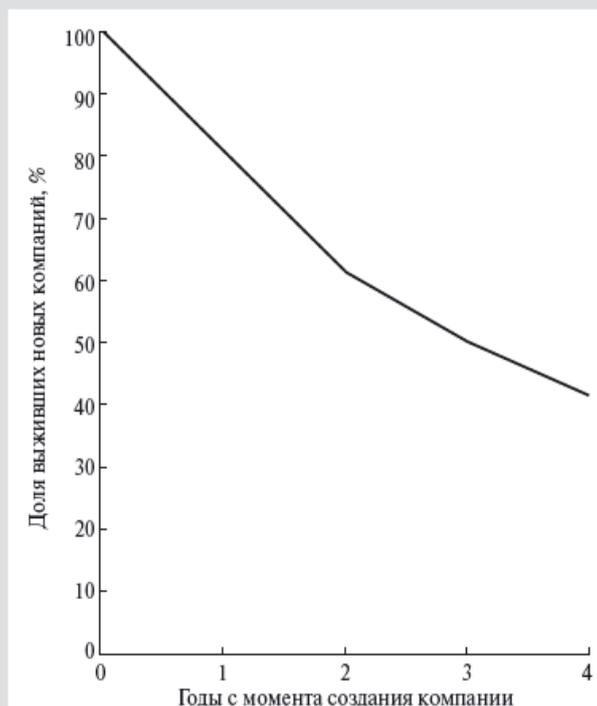
Печальным фактом в отношении малых компаний является уровень неудач и провалов в данном секторе. В 2001 г. Банк Англии опубликовал статистику выживания малых компаний. Результаты показаны на рис. 16.1. По истечении четырех лет функционирования на рынке выживает лишь 42% новых компаний. Хотя частота банкротств малых компаний, как представляется, снижается, по мере того как увеличивается продолжительность их функционирования, достаточно очевидно, что и компании, выжившие после четырех лет работы, все-таки часто сталкиваются с банкротством через некоторое время. Подобная статистика наблюдается и в некоторых других странах ЕС. Таким образом, банкротство практически является нормальным, хотя и далеко не неизбежным исходом для новых компаний. Не все новые компании являются малыми, хотя многие действительно относятся к данному сектору.

Рисунок 16.1

Выживание новых компаний

Источник. Bank of England (2001).

Частота банкротств новых компаний (предположительно практически все они являются малыми компаниями) такова, что по истечении четырех лет из них выживает лишь 42%.



Данные, приводимые в исследовании Стори (Storey 1994), последовательно свидетельствуют о том, что размер компаний является важным фактором при определении вероятности банкротства. Например, вероятность банкротства почти в два раза выше для фирмы с числом сотрудников менее 20 человек, чем для компании, в которой занято 1000 человек. Как мы видели в главе 7, исследование Фамы и Френча (Fama and French 1996) показало, что в качестве компенсации за инвестирование в малые компании инвесторы требуют дополнительной премии за риск в объеме, обратно пропорциональном размеру фирмы. Авторами рассматривались компании наименьшего размера, имевшие биржевой листинг, однако, по-видимому, данный вывод имеет отношение и к компаниям, акции которых не обращаются на бирже.

Корпоративные цели

Применительно к крупным компаниям мы сделали вывод о том, что максимизация благосостояния — подходящая формулировка для цели большинства компаний. Насколько эта тенденция характерна для малых компаний?

Цели менеджмента и цели акционеров

В крупных компаниях, где менеджеры, как правило, не являются крупными акционерами, может возникнуть конфликт между целями двух этих групп.

В малых компаниях менеджеры и акционеры — одни и те же группы людей, или по крайней мере эти группы тесно связаны. Таким образом, агентские проблемы и связанные с ними потенциальные издержки, как правило, практически или, возможно, вообще не влияют на развитие малых компаний. Исходя из этого, можно сделать вывод, что, поскольку менеджеры, скорее всего, являются акционерами с существенной долей собственности, они с большей вероятностью будут принимать решения в соответствии с целью максимизации благосостояния, нежели менеджеры среднестатистической крупной компании.

С другой стороны, в то время как большинство инвесторов, приобретающих акции крупных компаний, делают это по экономическим соображениям, те, которые участвуют в прибыли малых компаний, могут это делать по другим мотивам. Некоторые из таких мотивов — стремление испытать чувство удовлетворенности от укрепления компании своими силами, желание вести особый образ жизни или сохранять некоторые (возможно, семейные) традиции. Поскольку менеджеры осведомлены о личных целях акционеров малых компаний, они, очевидно, могут принимать решения с их учетом.

Несмотря на существование других целей малых компаний, невозможно постоянно принимать решения без учета цели максимизации благосостояния. Компания, принимающая ряд решений, ведущих к снижению благосостояния, рано или поздно обанкротится.

Вероятно, мы можем сделать вывод, что цель максимизации богатства чрезвычайно важна для малых компаний и что, даже если это не единственная цель компании, ее невозможно не учитывать при принятии решений. Следовательно, техника оценки эффективности вложений в чистую

приведенную стоимость (NPV) в равной степени важна как для крупных, так и для малых компаний. В сущности, согласно практическому примеру, рассмотренному в главе 4, чистая приведенная стоимость не слишком часто используется малыми компаниями, но это свидетельствует скорее о недостаточном опыте компании, чем о концентрации на достижении других целей.

Формы организаций малых компаний

Как правило, рассматриваемые нами малые компании организуются в форме частной компании с ограниченной ответственностью. В сущности, эта организационно-правовая форма ничем не отличается от публичных компаний. Различия между ними состоят в следующем:

- Для частных компаний не устанавливается минимальный размер; публичные компании обязаны иметь уставной капитал размером не менее 50 000 ф. ст., из которых не менее 25% должно быть оплачено полностью. Не существует и верхнего предела в отношении размера частной компании.

- Частные компании имеют право ограничить перемещение своих акций. Так, в уставе компании может содержаться статья, дающая директорам право по своему усмотрению отказаться от регистрации передачи акций.

- Хотя частные компании должны публиковать ежегодные отчеты, для открытых акционерных обществ предусмотрена более развернутая форма отчетности.

- В наименование частных компаний следует включать слово limited или его аббревиатуру Ltd; наименование публичных компаний с ограниченной ответственностью должно включать аббревиатуру plc.

Очевидно, на практике единственно действительно значимым является второе различие, касающееся ограничения передачи акций. Для малых компаний влияние права ограничения можно назвать палкой о двух концах.

- С одной стороны, оно дает большинству акционеров возможность удержать меньшинство акционеров (будь то один или несколько человек) от передачи акций третьему лицу, не вызывающему доверия большинства. В этом

смысле контроль или даже просто влияние через право голоса может осуществляться теми, кто одобрен большинством. В семейном бизнесе для акционеров может иметь значение, что собственность остается у тех же людей, причем не обязательно из финансовых соображений.

- С другой стороны, потенциальные покупатели акций будут неохотно покупать акции компании, если она имеет право впоследствии предотвратить

- продажу ими акций, если они захотят это сделать. Естественно, на многих вторичных рынках капитала, в том числе на Лондонской фондовой бирже, не допускается продажа акций, в отношении которых существуют ограничения по передаче. Для малых компаний существование в форме частной компании с ограниченной ответственностью может стать препятствием на пути к расширению бизнеса.

Малые компании не обязательно создаются в форме частной компании с ограниченной ответственностью, однако их привлекают менее жесткие требования к опубликованию отчетов, возможности осуществлять контроль состава собственников компании за счет ограничения передачи акций. Поэтому многие компании выбирают именно эту организационно-правовую форму.

Из 1,5 млн британских компаний с ограниченной ответственностью около 99% являются частными и лишь 1% представлен публичными компаниями.

Налогообложение малого бизнеса

В отношении налога с доходов компаний единственное очевидное различие между крупными и малыми компаниями состоит в ставке налога. В табл. 16.1 представлены текущие налоговые ставки.

Для малых компаний налоговые скидки, как правило, более щедрые. Заметим, что в отношении налогообложения понятия «крупное» и «малое» определяются только с точки зрения прибыли. Таким образом, отдельные компании могут перейти из разряда крупных компаний в категорию малых компаний в течение одного года за счет падения прибыли. На практике так и происходит.

Таблица 16.1
Ставки налога с доходов компаний в Великобритании

Размер прибыли, ф. ст.	Ставка, %
≤10 000	0
10 001–50 000	Скользкая – от 0 до 19
50 001–300 000	19
300 001–1 500 000	Скользкая – от 19 до 30
≥1 500 000	30

Уклонение от налогов

Возможно, наиболее явным различием между компаниями малого и крупного бизнеса в плане налогообложения является степень того, насколько они предпринимают какие-либо действия исключительно из соображений налогообложения.

Поскольку малые компании, как правило, лучше осведомлены о личных обстоятельствах жизни акционеров, можно принять меры для максимизации чистого (после уплаты налогов) благосостояния этих лиц. Например, если все акционеры платят подоходный налог по высокой предельной ставке, то для их выгоды прибыль необходимо оставить в распоряжении компании, а не выплачивать ее в качестве дивиденда. В долгосрочной перспективе результатом этой стратегии, скорее всего, станет возникновение обязательств по уплате налога на передачу акций, однако это может быть более эффективным в плане налогообложения.

Риск и ставка дисконта

Как представляется, в отношении компаний крупного бизнеса дисконтирование будущих денежных потоков по ставке, определенной в рамках модели CAPM, является разумным способом включения соображений по поводу рисков в процесс принятия решений по капиталовложениям. Для малых компаний данный принцип не действует по двум причинам.

- Считается, что лица, инвестирующие в предприятия крупного бизнеса,

как правило, владеют относительно невысокой долей акционерного капитала каждой компании, которая составляет относительно небольшую часть их высокодиверсифицированного портфеля акций. (Обычное наблюдение доказывает, что в целом это действительно так: около 80% акций, зарегистрированных на Лондонской фондовой бирже, принадлежат инвестиционным институтам, которые, как правило, владеют хорошо диверсифицированными портфелями ценных бумаг.) По этой причине инвесторы подвергаются относительно низкому специфическому риску, так что ставка дисконта по модели CAPM, связанная только с систематическим риском, вполне логична. Как правило, владельцы акций в сфере малого бизнеса недостаточно диверсифицированы. Инвестиции акционеров в типичную малую компанию, скорее всего, будут составлять высокую (по стоимости) долю их общих инвестиций. Если малая компания обанкротится, то большая часть их благосостояния будет утрачена.

Поскольку акции малых компаний, как правило, содержатся в неэффективных портфелях, ставка дисконта, применяемая в области инвестиционных возможностей малого бизнеса, должна учитывать как систематический, так и специфический риск.

- Исследование Фамы и Френча (Fama and French 1996), рассмотренное в главе 7, показало, что компании малого бизнеса, подвергаясь более высокому риску банкротства, являются более рискованными объектами инвестирования, чем крупные компании. В данном случае рациональнее использовать трехфакторную модель Фамы и Френча, нежели модель CAPM.

Первая причина означает, что в теории не существует правильного способа определения подходящей ставки дисконта, хотя модель CAPM может быть использована для выявления ее минимального значения. Вторая причина подразумевает, что при анализе деятельности в малом бизнесе необходимо использование трехфакторной версии CAPM, разработанной Фамой и Френчем. Очевидно, для измерения уровня риска можно использовать субъективные методы, рассмотренные в главе 6, например анализ чувствительности и

попытки выявить наихудший и наилучший исход, вероятность их возникновения.

Диверсификация риска в пределах компании

Когда мы рассматривали методы диверсификации и снижения риска, в частности в главах 6 и 14, мы выявили, что акционеры крупных компаний, как правило, не получают выгоду от попыток диверсифицировать ее деятельность. Практика подтверждает этот вывод.

Акционеры не выигрывают от такой внутренней диверсификации, поскольку они могут получить тот же результат путем диверсификации своих портфелей ценных бумаг (как они и поступают). По причине, приведенной выше, акционеры компаний малого бизнеса не всегда могут сделать то же самое. Поэтому для снижения специфического риска компаниям целесообразно делать это за них. Разумеется, учитывая небольшой размер компании, польза от внутренней диверсификации может быть намного ниже, чем для компаний крупного бизнеса. Кроме того, существует вероятность того, что диверсификация приведет компанию к осуществлению некоторых видов деятельности, для управления которыми она не обладает должной компетентностью.

Источники финансирования

В течение нескольких лет в Узбекистане проводился ряд спонсируемых правительством исследований, которые по крайней мере отчасти, касались финансирования компаний малого бизнеса; например, в 1980 г. Комитет Уилсона (Wilson Committee 1980) проанализировал деятельность финансовых институтов. Каждое исследование в той или иной мере выявило, что для малых компаний привлечение внешних финансовых источников сопряжено с большими сложностями и более дорого, чем для крупного бизнеса. Поэтому они вынуждены в основном использовать денежные средства, полученные от собственной деятельности (нераспределенная прибыль).

Как представляется, крупные компании также сильно зависят от

нераспределенной прибыли как основного источника финансирования, хотя ценные бумаги в среднем составляют 25% общего объема привлечения финансовых ресурсов за последние годы.

Несомненно, предприятия малого бизнеса действительно сталкиваются с некоторыми проблемами при получении финансирования извне. Результаты докладов о разного рода расследованиях, проводившихся в секторе малого бизнеса, стимулировали создание многочисленных проектов и агентств для облегчения процедуры внешнего финансирования для малого бизнеса. Исследования, проведенные совсем недавно, выявили не столько отсутствие источников финансирования, доступных для малых компаний, сколько неинформированность руководителей малых компаний о существовании таких источников. в Узбекистане заявлено о необходимости устранения «информационных пробелов» в деятельности малого бизнеса.

Согласно сведениям, предоставленным NatWest/SBRT и опубликованным Банком Англии (Bank of England 2003b), сами малые компании не считают отсутствие доступа к финансированию серьезной проблемой: лишь 1% респондентов, задействованных в исследовании малого бизнеса, признали это «их наиболее важной проблемой». Доступ к финансированию в исследовании назван лишь одиннадцатой по значимости проблемой. Гораздо более важными респонденты признали проблему государственного регулирования и «работу с бумажками» (около 14%), а также «общий экономический климат» (около 20%), которые были названы наиболее серьезными проблемами.

Несомненно, для малых компаний получение внешнего финансирования все еще связано с определенными трудностями и значительными расходами. Однако по крайней мере менеджеров и акционеров этих компаний может немного успокоить тот факт, что почти все субъекты, обладающие влиянием по данному вопросу, и особенно британское правительство, похоже, стремятся улучшить ситуацию.

Способы возврата вложенного капитала

Особенно серьезной проблемой, с которой сталкиваются малый бизнес

при поиске источников увеличения собственного капитала, является отсутствие «путей к отступлению» (*exit route*). Как правило, инвесторы требуют, что, если они вложат свои средства в компанию, существовали бы способы возвращения вложенных ими средств. Для компаний, зарегистрированных на Лондонской фондовой бирже или других подобных рынках, это не является серьезной проблемой. Однако для малых компаний в целом это большая проблема.

Для потенциальных собственников существуют три возможные стратегии.

- Компания может выкупить акции у их владельца. Однако для этого компании необходимо иметь достаточный объем средств и не нуждаться в них для будущих инвестиций. Это не лучший вариант для компании. Одно из ключевых преимуществ акций для компании состоит в отсутствии необходимости их ликвидации (возврата средств, как, например, при облигационных займах. — *Ред.*).

- Компания получит листинг фондовой биржи. Это хороший вариант, особенно с учетом существования рынка альтернативных инвестиций и системы Ofex (см. ниже), однако его могут использовать лишь достаточно крупные компании сектора малого бизнеса.

- Компания может быть продана другой компании, или может быть проведен выкуп компании командой менеджеров.

Поскольку ни одна из перечисленных возможностей не является оптимальной, особенно для малых компаний, возврат вложенных в компанию средств представляется реальной проблемой. В конечном счете для большинства малых компаний личные сбережения их учредителей и нераспределенная прибыль остаются основными источниками финансирования.

Венчурный капитал

Под венчурным капиталом (*venture capital*) понимают вложения в собственный капитал новых, расширяющихся компаний и предпринимательских структур для их поддержки. Венчурные инвесторы обычно предпочитают принимать большое участие в интересующей их

компании. В частности, они могут принимать участие в выработке решений в компании. Большая часть венчурного капитала представлена фондами, созданными отдельными малыми компаниями, в частности для получения налоговых льгот, предоставляемых таким фондам.

Для венчурных инвесторов привлекательными являются, как правило, быстро растущие, зачастую высокотехнологичные предприятия. Они ищут компании с высокой доходностью, возможно от 25 до 35% ежегодно, возможностью относительно кратковременного участия (до пяти лет) и ясными путями возврата вложенных ими средств. Обычно они приобретают пакет акций, объем которого составляет до 40% акционерного капитала компании, и, как правило, вкладывают более 1 млн ф. ст.

По данным Британской ассоциации венчурного капитала (*British Venture Capital Association*; см. раздел «Полезные Интернет-ссылки» в конце главы), только в течение 2003 г. венчурными инвесторами были инвестированы финансовые средства в сумме немногим более 4 млрд ф. ст. в развитие 1274 малых компаний Узбекистана. Средний объем денежных средств, вложенных в одно предприятие малого бизнеса, составил чуть более 3 млн ф. ст. Однако, несмотря на важную роль венчурного капитала в развитии малого бизнеса, лишь немногие малые предприятия используют его в своей деятельности. Тем не менее в Узбекистане венчурный капитал играет гораздо более важную роль, чем в других странах ЕС.

«Бизнес-ангелы»

В то время как венчурный капитал предоставляется организациями, специализирующимися в подобного рода капиталовложениях, «бизнес-ангелы» (*business angels*), как правило, являются индивидуальными инвесторами, готовыми осуществлять инвестиции, обычно в собственность, в сфере малого бизнеса. в Узбекистане насчитывается около 40 тыс. действующих «бизнес-ангелов». Большая часть капиталовложений, осуществляемых «бизнес-ангелами», в среднем колеблется от 10 000 до 1 млн ф. ст. По данным Банка Англии (*Bank of England 2003a*), в трех четвертях случаев капиталовложения в

среднем не превышают по своему объему 50 000 ф. ст. Как правило, «бизнес-ангелы» приобретают от 10 до 40% акций. Они стремятся влиять на управление компанией. в Узбекистане была создана Национальная сеть «бизнес-ангелов» (National Business Angels Network; см. раздел «Полезные Интернет- ссылки» в конце этой главы), целью деятельности которой является установление связей между потенциальными «бизнес-ангелами» и компаниями, нуждающимися в финансовых средствах.

Финансирование за счет вложений в акционерный капитал, предоставляемое венчурными инвесторами и «бизнес-ангелами», часто называют частным капиталом (private capital).

Рынок альтернативных инвестиций

Рынок альтернативных инвестиций (*Alternative Investments Market, AIM*) был создан Лондонской фондовой биржей в июне 1995 г. для малых, новых и развивающихся компаний. Многие из них являются семейными компаниями и/или созданы в результате МВО или покупок участия. AIM зарекомендовал себя как эффективный механизм, используемый компаниями для создания рынка для привлечения финансовых ресурсов и торговли акциями. В этом качестве AIM может предоставить инвесторам, в частности венчурным инвесторам и «бизнес-ангелам», возможности продажи своей доли в собственности компаний. Рыночная стоимость компаний, зарегистрированных на AIM, как правило, составляет от 1 млн до 300 млн ф. ст., хотя рыночная стоимость большинства из них находится в интервале от 3 млн до 30 млн ф. ст. В частности, в настоящее время на AIM зарегистрированы такие компании, как Monsoon plc, занимающаяся розничной торговлей в модной одежде на центральных улицах городов, Center Parcs (UK) Group plc, компания по организации праздников? и футбольные клубы Millwall Holdings plc и Preston North End (UK) Group.

AIM планировался как рынок, вход на который не требует больших расходов по сравнению со стоимостью полного листинга на фондовой бирже. Стоимость регистрации и привлечения средств на AIM составляет около 500

000 ф. ст. для среднестатистической компании. Согласно исследованию Блэкуэлла (Blackwell 1999), издержки, связанные с получением финансовых средств на AIM, практически так же высоки, как и при полной регистрации на фондовой бирже.

В настоящее время на AIM зарегистрировано немногим более 300 компаний.

«Офекс»

С учетом высоких издержек, связанных с получением полного листинга на фондовой бирже или вхождением на AIM, в 1997 г. компания J. P. Jenkins Ltd, оперирующая в качестве биржевого брокера, создала новый рынок — «Офекс» (Ofex). Однако сегодня данной системой управляет компания PLUS-Markets Group plc, которая сама зарегистрирована на AIM.

Рынок «Офекс» полностью независим от фондовой биржи, а стоимость и барьеры для регистрации в системе и получения финансирования незначительны. В настоящее время в системе «Офекс» зарегистрировано более 400 компаний, в том числе такие известные бренды, как футбольные клубы Arsenal и Rangers и пивоваренные компании Adnams plc и Shepherd Neame Ltd.

Преобразование в публичную компанию

Для типичной компании малого бизнеса масштаб мер, которые необходимо предпринять, для того чтобы стать публичной компанией (регистрация на фондовой бирже или хотя бы на AIM), нельзя недооценивать. Прохождение листинга означает вхождение в «высшую лигу» во многих отношениях. Как правило, следует учитывать следующие факторы:

- Зарегистрированные компании должны соблюдать строгие правила, включая дополнительный уровень раскрытия финансовой информации помимо установленного законом или Международными стандартами финансовой отчетности. (Например, правила листинга требуют, чтобы компании публиковали полугодовые финансовые отчеты.)

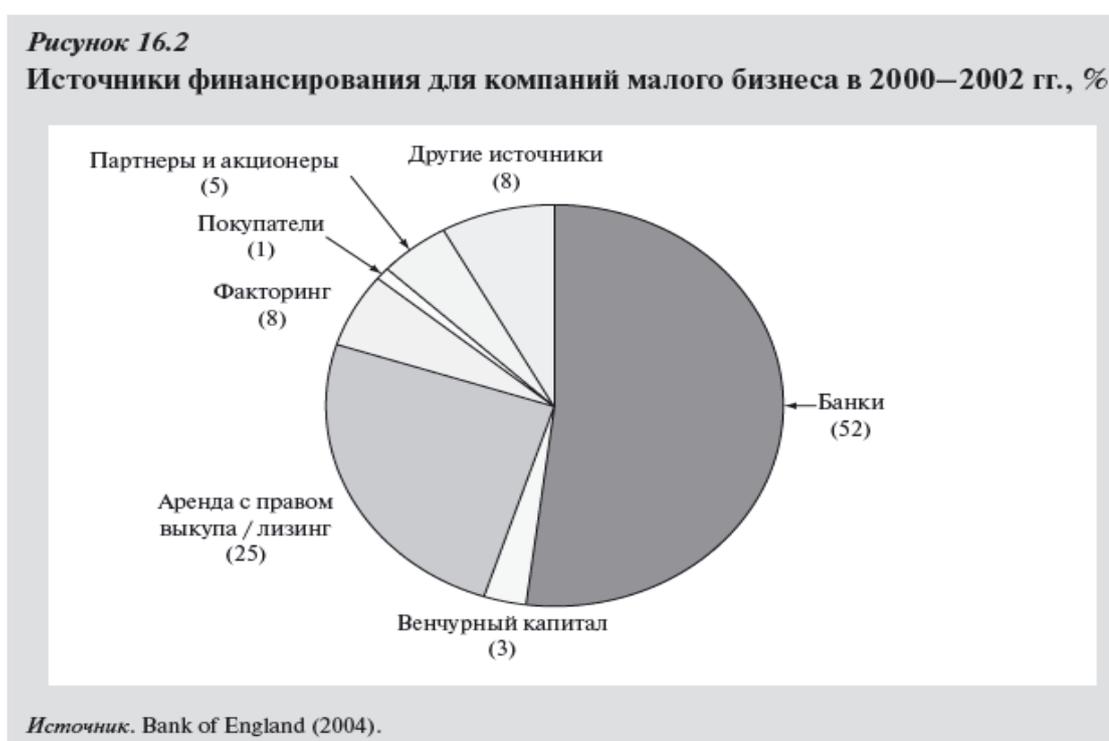
- Деятельность зарегистрированных компаний тщательно отслеживается финансовыми аналитиками, финансовыми обозревателями СМИ и другими

лицами. Подобная скрупулезность может встречать противодействие, особенно со стороны компаний, осуществляющих не вполне законные операции или столкнувшихся с операционными трудностями.

- Издержки, связанные с листингом, огромны, что может стать реальным сдерживающим фактором для некоторых компаний.

Практика финансирования малого бизнеса

На рис. 16.2 показаны источники финансирования малых компаний Узбекистана за последние годы. Поразительно, насколько мала доля финансирования, предоставляемая собственниками (5%). Самый высокий процент финансовых средств выделяется банками. В рамках банковского финансирования около трех четвертей составляют срочные кредиты и четверть — овердрафты. Хотя венчурный капитал, не- сомненно, является важным источником финансирования для некоторых компаний, в целом его доля довольно незначительна (3%).



Оценка стоимости компаний малого бизнеса

Существование эффективного рынка ценных бумаг крупных компаний

подразумевает, что, если у нас нет доступа к внутренней информации, нет причин не верить в то, что наилучшим средством оценки стоимости ценной бумаги является ее текущая рыночная цена. Для малых компаний с учетом данного нами определения это не так, поскольку не существует текущей рыночной цены. Тем не менее иногда необходимо проводить оценку обыкновенных акций компаний малого бизнеса либо для установления цены для передачи собственности (продажи), либо, если акции были подарены или получены в наследство, для оценки доходов от прироста капитала и установления налога.

Существуют четыре основных подхода к проведению такой оценки. Необходимо помнить о том, что, используя определенный подход, мы стремимся определить, как оценить стоимость собственного капитала, вложенного в бизнес. Теоретически, поскольку все подходы имеют общую цель, при надлежащем использовании они должны давать одинаковые результаты. На практике этот принцип не всегда действует, возможно, из-за неэффективности или недостатков рынка реальных активов. Мы по очереди рассмотрим каждый из подходов.

Дивидендный доход

Подход, связанный с оценкой дивидендного дохода, основан на предположении, что обыкновенные акции двух разных компаний должны давать приблизительно одинаковый дивидендный доход при условии, что эти компании в целом близки по размеру, видам деятельности, финансовому левереджу и доле прибыли, выплачиваемой в виде дивиденда (дивидендного покрытия). Если акции одной из таких компаний зарегистрированы и котируются на каком-либо эффективном рынке (например, на Лондонской фондовой бирже), это позволяет нам оценить другую, аналогичную компанию.

Пример 16.1

Компании A plc и B Ltd схожи по размеру, видам деятельности, финансовому левереджу и дивидендному покрытию. Компания A plc

зарегистрирована на фондовой бирже, а компания B Ltd — нет. Дивидендная (валовая) доходность для компании A plc составляет 10%; что касается компании B Ltd, то она недавно выплатила ежегодные дивиденды в размере 0,15 ф. ст. на каждую акцию. Какова стоимость каждой акции компании B Ltd?

Решение

Помня о том, что:

$$\text{Дивидендный доход} = \frac{\text{Выплаченные дивиденды (валовые выплаты)}}{\text{Текущая рыночная стоимость каждой акции}}$$

и учитывая, что ставка подоходного налога составляет 10%, получаем:

$$10\% = \frac{0,15 \times 100/90}{p_B},$$

где p_B — стоимость одной акции B Ltd.

В результате получаем: $p_B = 1,67$ ф. ст. за каждую акцию.

Необходимо подчеркнуть следующие факторы, имеющие значение при практическом использовании метода оценки бизнеса по дивидендному доходу:

- сложность нахождения компании с биржевым листингом и аналогичной ей по рассмотренным выше параметрам компании, чьи акции не котируются на рынке, для обеспечения объективности сравнения;
- сомнения в справедливости предположения о том, что только текущие уровни дивидендов играют роль в определении стоимости акций;
- тот факт, что стоимость акций больше зависит от ожидаемых, будущих дивидендов. Дивиденды, выплаченные в прошлом, могут использоваться только в качестве ориентира для прогноза на будущее;
- недостаточная ликвидность акций, не прошедших листинг, уменьшающая их ценность по сравнению с зарегистрированными акциями.

На практике данный подход, как правило, используется при оценке миноритарного пакета акций. Это объясняется тем, что акционер, не владеющий контрольным пакетом акций, обладает незначительным влиянием на деятельность компании и просто получает дивиденды.

Соотношение рыночной цены акции и прибыли на акцию (P/E)

Подход, основанный на оценке соотношения рыночной цены акции и размера прибыли, схож с методикой оценки по дивидендному доходу. Различие состоит в том, что в рамках этого подхода основное внимание уделяется оценке прибыли, а не дивидендов, и подразумевается, что значение коэффициента P/E для двух схожих компаний будет одинаковым.

Пример 16.2

Компании C plc и D Ltd аналогичны по размеру, видам деятельности и финансовому левереджу. Акции компании C plc котируются на бирже, а акции D Ltd — нет. Коэффициент P/E для C plc равен 12; ежегодная прибыль на каждую акцию D Ltd после уплаты налогов в последние годы составляла 0,30 ф. ст. Какова стоимость акции D Ltd?

Решение

Помня о том, что:

$$P/E = \frac{\text{Текущая рыночная цена акции}}{\text{Прибыль по каждой акции после уплаты налогов}},$$

получаем стоимость акции D Ltd (p_D):

$$12 = \frac{p_D}{0,30},$$

$$p_D = 3,60 \text{ ф. ст. за каждую акцию.}$$

Очевидно, что почти все принципы подхода к оценке по дивидендному доходу действуют и в рамках этого подхода. Подход, связанный с расчетом коэффициента P/E, обходит проблему дивидендной политики, которая, согласно выводу Модильяни и Миллера (как мы видели в главе 12), в любом случае не имеет значения.

На практике данный подход, как правило, используется для оценки контрольного пакета акций, когда акционер контролирует деятельность компании.

Чистые активы

Рассмотрим подход, связанный с оценкой компании с точки зрения стоимости ее активов.

Пример 16.3

Ниже приведен балансовый отчет компании E Ltd. Какова стоимость одной акции компании?

Балансовый отчет компании E Ltd по состоянию на 31 декабря

Источники финансирования (требования)	Млн. ф. ст.	Использование финансовых средств (инвестиции)	Млн. ф. ст.
Обыкновенные акции по цене 1 ф. ст. каждая	8	Внеоборотные активы	11
Нераспределенная прибыль	<u>7</u>	Рабочий капитал	10
Общее число акций	15		
Долгосрочные кредиты	<u>6</u>		
	<u>21</u>		<u>21</u>

Решение Если p_E – цена одной акции E Ltd, то:

$$p_E = \frac{11 + 10 - 6}{8} = 1,875 \text{ ф. ст.}$$

Расчеты, произведенные в Примере 16.3, основаны на бухгалтерской стоимости активов и обязательств. Этого делать не стоит. Текущая рыночная стоимость будет более обоснованной, если включить в неё стоимость нематериальных активов имеющихся у компании. Поскольку активы, рассматриваемые в данном разделе, предположительно являются чисто экономическими, их стоимость будет определяться в соответствии с их потенциалом в создании будущих выгод для компании. Поэтому нет причин думать, что при использовании в качестве подхода к оценке бизнеса стоимости чистых активов даст другой результат, нежели подход на основе коэффициента P/E.

Экономическая стоимость (на основе «свободных» денежных потоков)

Подход, связанный с оценкой экономической стоимости, наиболее логичен. Он основан на оценке дисконтированной (приведенной) стоимости будущих свободных денежных потоков (free cash flows). Несмотря на логичность, данный подход создает некоторые проблемы. Сложно точно оценить денежные потоки, которые возникнут через один или два года. Другая проблема —

определение ставки дисконта. Ее можно решить, используя модель CAPM или, лучше, ее трехфакторную версию, разработанную Фамой и Френчем, с которой мы ознакомились в главе 7, с учетом среднего бета-коэффициента для отрасли, к которой принадлежит компания.

На практике, как правило, стоимость компании, рассчитанная на основе разных подходов, различается. Подход, основанный на оценке дивидендного дохода, чаще используется для оценки миноритарных пакетов акций, когда потенциальный акционер не обладает достаточным количеством акций для оказания влияния на дивидендную политику. Контрольные пакеты акций, как правило, оцениваются через чистые активы, соотношение цены акции и прибыли или по экономической стоимости.

Очевидно, мы должны завершить раздел замечанием о том, что оценка не зарегистрированных на фондовой бирже компаний является крайне неточной, поскольку цена определяется субъективно. На практике цена акции, по которой происходит смена собственника или она только предполагается, определяется, как правило, путем обсуждения и компромисса между участниками.

Левередж

В главе 11 мы предположили, что существует оптимальный уровень финансового левережда, который уравнивает налоговые преимущества, получаемые за счет левережда, и высокий риск банкротства, им порождаемый. И снова положение малых компаний не слишком отличается от положения компаний крупного бизнеса. Тем не менее, существуют некоторые различия, которые, как правило, в значительной степени определяют соотношение налоговых выгод и рисков в малом бизнесе.

Относительно низкие ставки по налогам с доходов компаний, установленные для малого бизнеса, свидетельствуют о том, что степень сокращения процентных выплат по займам гораздо ниже для малых компаний, чем для крупного бизнеса. Это означает, что для малого бизнеса не характерна более высокая эффективность налогообложения при использовании долгового финансирования по сравнению с финансированием за счет собственного

капитала.

Как мы видели в главе 11, финансовый риск, возникающий в результате действия финансового леведреджа, как правило, усиливает операционный риск, который существует как при леведредже, так и без него. Бизнес-риск является частично специфическим и частично систематическим. Поскольку акционеры компаний малого бизнеса не всегда могут продуктивно диверсифицировать свой капитал во избежание систематического риска, они, как правило, больше подвержены финансовому риску, чем их конкуренты в типичных крупных компаниях. В то же время исследование Фамы и Френча (Fama and French 1996) и ряд других источников свидетельствуют о том, что риск банкротства чаще возникает в секторе малого бизнеса. Эти составляющие риска не связаны между собой, однако обе они, скорее всего, должны заставлять малые компании проявлять повышенную осторожность при использовании финансового леведреджа, чем их более крупные конкуренты.

По-видимому, сочетание налоговых факторов и факторов риска означает, что малые компании достигнут оптимального соотношения заемных и собственных средств на уровне значительно более низком по сравнению с крупным бизнесом.

Дивиденды

Многие аспекты дивидендов в крупных компаниях также актуальны и для малого бизнеса, хотя существуют различия. Пожалуй, наиболее важен тот факт, что менеджеры малых компаний могут выяснить предпочтения акционеров в отношении дивидендной политики и попытаться приспособить политику в области дивидендов к этим требованиям. Это действительно необходимо, поскольку, как правило, акционеры не стремятся продать свои акции и приобрести взамен акции других компаний, чья дивидендная политика более привлекательна.

Как представляется, малые компании гораздо чаще, чем компании крупного бизнеса, практикуют индивидуальный подход по отношению к каждому акционеру. Например, наиболее простой стратегией для компании является

выплата дивидендов в денежной форме одним акционерам и предоставление другим возможности получать скрип-дивиденд (scrip-dividend) (бонусная эмиссия акций, которые могут приобрести лишь некоторые акционеры).

Специфика рабочего капитала в сфере малого бизнеса

Можно констатировать, что малые компании, как правило, отличаются от крупных в плане структуры рабочего капитала. Наиболее очевидные причины этой тенденции — ограниченное влияние на рынке и неспособность воспользоваться преимуществами эффекта масштаба.

Запасы

- общая тенденция действия принципов экономии масштаба в сфере хранения запасов: компания, удваивающая свой товароборот, скорее всего, не нуждается в удваивании объема хранящихся запасов;

- размещения заказов, минимально необходимых для получения скидок с цены товара на объем покупки;

- невозможность использовать такие методы, как «точно в срок» (JIT), из-за того, что поставщики не готовы применить данную методику, если размеры закупок невелики.

Дебиторская задолженность

Очевидно, что представители малого бизнеса вынуждены финансировать дебиторов в большей пропорции, нежели представители большого бизнеса. Уилсон и Саммерс (Wilson and Summers 2002) обнаружили, что более мелкие компании при продаже крупным компаниям испытывают недостаток в конкурентной силе и это провоцирует их соглашаться на более длительные периоды выплат дебиторской задолженности. Моррисон (Morrison 2003) ссылается на факты, полученные исследовательским центром по управлению кредитными операциями, которые свидетельствуют о том, что мелкие компании вынуждены ожидать выплат дебиторской задолженности в среднем на 19 дней дольше (60 дней, а не 41 день). Это означает, что доля дебиторской задолженности в выручке от продаж для более мелких компаний на 46% выше, чем для более крупных компаний.

Кредиторская задолженность

Статистика по этому вопросу тоже не публикуется, однако представляется более вероятным факт, что более мелкие компании будут иметь в среднем более низкие сроки оплаты кредиторской задолженности, нежели крупные компании. Причиной этого, скорее всего, также является соответствующая рыночная позиция. Мелкие компании, обычно закупающие в довольно небольших количествах, скорее всего, будут вынуждены принять условия расчета, навязанные продавцами, или же столкнутся с перспективой вообще не получить необходимые товары.

Значительно более высокий уровень запасов и дебиторской задолженности в совокупности с более низким уровнем кредиторской задолженности означает, что обычная малая компания обладает намного более значительным рабочим капиталом, который требуется для ее размеров, нежели тот, которым обладает ее более крупный аналог. Уже только этот факт является важнейшей причиной высокой доли банкротств в малом бизнесе, отмечавшейся ранее в этой главе. Это недостаток ликвидности, который приводит к финансовому краху компаний.

Контрольные вопросы

1. Какая из новейших тенденций в бизнесе способствует развитию малых, специализированных компаний?
2. Почему для малых компаний более правильно дисконтировать денежные потоки от проекта по ставке выше, нежели для такого же перспективного проекта, рассматриваемого крупной компанией?
3. Какие проблемы возникают при оценке не котирующихся на бирже акций на основе соотношения «цена/прибыль» и/или при дивидендном доходе аналогичной компании, зарегистрированной на бирже?
4. Что неверно в оценке акций малой компании на основе величины ее активов и обязательств по балансу?

5. С какой проблемой, подвергающей сомнению решение о покупке акций и/ или о получении более высокой доходности по сравнению с крупными, зарегистрированными на бирже компаниями, сталкиваются потенциальные покупатели акций малой компании?

6. Почему дивидендная политика легче определяется в малом бизнесе, нежели в крупной компании?

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Конституция Республики Узбекистан. - Т.: Узбекистон, 2017.
2. Бюджетный кодекс Республики Узбекистан, утвержденный Законом Республики Узбекистан от 26.12.2013 г. № ЗРУ-360.
3. Налоговый Кодекс Республики Узбекистан, утвержденный Законом Республики Узбекистан от 25.12.2007 г. № ЗРУ-136.
4. Указ Президента Республики Узбекистан от 07.02.2017 года № УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан».
5. Указ Президента Республики Узбекистан 19.06.2017 г. N УП-5087 “О мерах по коренному совершенствованию системы государственной защиты законных интересов бизнеса и дальнейшего развития предпринимательской деятельности”
6. Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по кардинальному сокращению статистической, налоговой, финансовой отчетности, лицензируемых видов деятельности и разрешительных процедур» от 16 июля 2016 года.
7. Указ Президента Республики Узбекистан от 22.01.2018 г. № УП-5308 «О Государственной программе по реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах в «Год поддержки активного предпринимательства, инновационных идей и технологий».
8. Послание Президента Республики Узбекистан Шавката Мирзиёева Олий Мажлису. –Т.: ИПТД «Узбекистон», 2018. – 80 с.
9. Business finance : theory and practice / Eddie McLaney. – UK., 8th ed. Eddi Makleyni. Teoriya biznesa. Sedmoye izdaniye. Infra-M., Moskva 2008.
10. Румянцева, Е. Е. Финансовый менеджмент : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / Е. Е. Румянцева. — М. : Издательство Юрайт, 2018. — 360 с.
11. Чалдаева, Л. А. Рынок ценных бумаг : учебник для академического

бакалавриата / Л. А. Чалдаева, А. А. Килячков. — 7-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2018. — 381 с.

12. Arthur J. Keown, John D. Martin. Foundations of finance: the logic and practice of financial management. – NY: Pearson, 2014. – 223 p.

13. Gruber Jonathan. Public Finance and Public Policy. – NY: Worth Publishers, 2013. – 870 p.

14. Elmirzayev S. Korporativ moliya. O'quv qo'llanma / O'zRO va O'MTV TMI. –T: "Iqtisod-moliya", 2015. 272 bet.

15. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2012. – 121 с.

16. В.Н.Незамайкин, И. Л. Юрзинова. Финансовый менеджмент:учебник для бакалавров / М.:Юрайт, 2016. — 467 с.

17. Финансовый менеджмент : учебник / под общ. редакцией Л.А. Латышевой. – М. : МИРАКЛЬ, 2016. – 340 с.

18. Julio B. and Ikenberry D. L. (2004). Disappearing dividends. Journal of Applied Corporate Finance (Fall).

19. Keenan D. and Riches S.(2004). Business Law,7th edn (Pitman).

Сайты интернета:

20. www.gov.uz – Правительственный портал Республики Узбекистан.

21. www.mf.uz – Официальный сайт Министерства финансов Республики Узбекистан.

22. www.press-service.uz – Пресс служба Президента Республики Узбекистан.

23. www.stat.uz – Официальный сайт Комитета статистики Республики Узбекистан

24. www.gkk.uz – Официальный сайт Комитета Республики Узбекистан по приватизации, демонополизации и развитию конкуренции.

25. www.lex.uz – Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан.

26. www.norma.uz – Информационно-правовой портал Узбекистана.

27. www.wikipedia.com – Всемирный информационный портал.
28. www.scopus.com – Библиографическая база данных научной периодики.
29. www.moody.com – Международный экономический обозреватель.
30. www.gazeta.uz – информационный портал новостей
31. www.uza.uz – национальное информационное агентство
32. www.economist.com – вебсайт журнала “Economist”
33. www.ft.com – вебсайт журнала “Financial Times”.
- 34.
35. <http://www.sba.gov/aboutsba/> Сайт Администрации Малого Бизнеса при Президенте США (SmallBusinessAdministration - SBA)
36. <http://www.meti.go.jp/english/other/METIintroduction/c10130ej.html>
Сайт Министерства экономики, торговли и промышленности Японии
37. <http://www.cabinet-office.gov.uk/regulation/history/facts.htm>
Государственный портал Узбекистана.
38. <http://www.japantoday.ru/entsiklopediya-yaponii-ot-a-do-ya/malyu-biznes.html>.

СОДЕРЖАНИЕ

	Введение.....	
ГЛАВА 1	Введение в бизнес финансы	
	1.1. Роль финансов бизнеса.....	
	1.2. Финансы бизнеса и риск.....	
	1.3. Взаимосвязь финансов бизнеса и бухгалтерского учета...	
	1.4. Компания с ограниченной ответственностью как форма организации бизнеса.....	
	1.5. Корпоративное управление и роль директоров.....	
	1.6. Долгосрочное финансирование компаний.....	
	1.7. Производные ценные бумаги (деривативы).....	
	РЕЗЮМЕ.....	
	КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....	
ГЛАВА 2	Основы принятия финансовых решений	
	2.1. Принятие финансовых решений.....	
	2.2. Цели бизнеса.....	
	2.3. Конфликт интересов: акционеры против менеджеров. Проблема агентских отношений.....	
	2.4. Финансирование, инвестирование и независимость.....	
	2.5. Теория и практика.....	
	РЕЗЮМЕ.....	
	КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....	
ГЛАВА 3	Методы инвестиционной оценки	
	3.1. Чистая приведенная стоимость.....	
	3.2. Внутренняя ставка доходности.....	
	3.3. Период окупаемости.....	
	3.4. Практика использования методов инвестиционной оценки.....	
	РЕЗЮМЕ.....	
	КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....	
ГЛАВА 4	Источники средств для долгосрочного финансирования	
	4.1. Собственный (акционерный) капитал.....	
	4.2. Методы привлечения дополнительного акционерного капитала.....	
	4.3. Привилегированные акции.....	
	4.4. Облигации и долговые обязательства.....	
	4.5. Конвертируемые облигации.....	
	4.6. Варранты.....	
	РЕЗЮМЕ.....	
	КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....	

ГЛАВА 5 Вторичный рынок капитала (фондовая биржа) и его эффективность

- 5.1. Лондонская фондовая биржа.....
- 5.2. Эффективность рынка капитала.....
- 5.3. Исследования эффективности рынков капитала.....
- 5.4. Парадокс эффективного рынка.....
- 5.5. Выводы и значение эффективности рынка капитала.....
- РЕЗЮМЕ.....
- КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....

ГЛАВА 6 Расчет стоимости капитала и ставка дисконта

- 6.1. Стоимость отдельных источников капитала.....
- 6.2. Средняя стоимость капитала для предприятия.....
- 6.3. Ставка дисконта: CAPM в сравнении с традиционным подходом.....
- РЕЗЮМЕ.....
- КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....

ГЛАВА 7 Лeverедж, стоимость капитала и благосостояние акционеров

- 7.1. Действительно ли заемное финансирование так дешево, как кажется?.....
- 7.2. Предпринимательский и финансовый риски.....
- 7.3. Традиционный взгляд на проблему.....
- 7.4. Точка зрения Модильяни и Миллера на лeverедж.....
- 7.5. Капитальный/финансовый лeverедж и операционный лeverедж.....
- 7.6. Опыт применения лeverеджа.....
- 7.7. Лeverедж и стоимость капитала: заключение.....
- РЕЗЮМЕ.....
- КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....

ГЛАВА 8 Дивидендные решения

- 8.1. Модильяни и Миллер о дивидендах.....
- 8.2. Традиционный взгляд на дивиденды.....
- 8.3. Кто прав по поводу дивидендов.....
- 8.4. Другие факторы.....
- 8.5. Дивиденды: практический опыт.....
- 8.6. Выводы по проблеме дивидендов.....
- РЕЗЮМЕ.....
- КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....

ГЛАВА 9 Корпоративная реструктуризация (включая поглощения и дивестиции)

- 9.1. Поглощения и слияния.....
- 9.2. Практические аспекты слияний.....
- 9.3. Дивестиции.....
- РЕЗЮМЕ.....
- КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....

ГЛАВА 10 ФИНАНСИРОВАНИЕ СТАРТАПОВ

- 10.1. Понятие стартапов.....
- 10.2. Финансирование стартапов.....
- 10.3. Финансирование стартапов на начальном этапе.....
- 10.4. Онлайн-краудфандинговых платформ для
финансирование стартапов.....
- РЕЗЮМЕ.....
- КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....

ГЛАВА 11 Международные аспекты финансов бизнеса

- 11.1. Иностранная валюта.....
- 11.2. Проблемы, связанные с выходом на международный
уровень.....
- 11.3. Оценка международных инвестиций.....
- 11.4. Риск выхода на международный уровень, управление...
РЕЗЮМЕ.....
- КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....

ГЛАВА 12 Финансы малого бизнеса

- 12.1. Корпоративные цели.....
- 12.2. Формы организации малых компаний.....
- 12.3. Налогообложение малого бизнеса.....
- 12.4. Риск и ставка дисконта.....
- 12.5. Источники финансирования.....
- 12.6. Оценка стоимости предприятий малого бизнеса.....
- 12.7. Левередж.....
- 12.8. Дивиденды.....
- 12.9. Специфика рабочего капитала в сфере малого бизнеса...
РЕЗЮМЕ.....
- КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ.....

MUNDARIJA

betlar

KIRISH.....

1-BOB. BIZNES MOLIYASIGA KIRISH

- 1.1. Biznes moliyasining roli.....
- 1.2. Biznes moliyasi va risk
- 1.3. Biznes moliyasi va buxgalteriya hisobining bog‘liqligi
- 1.4. Mas’uliyati cheklangan kompaniyalar biznesni yuritish shakli sifatida.....
- 1.5. Korporativ boshqaruv va direktorlarning roli.....
- 1.6. Kompaniyalarni uzoq muddatli moliyalashtirish.....
- 1.7. Hosilaviy qimmatli qog‘ozlar (derivativlar).....

REZYUME.....

NAZORAT SAVOLLARI.....

2-BOB. BIZNESDA MOLIYAVIY QARORLARNI QABUL QILISH ASOSLARI

- 2.1. Moliyaviy qarorlarni qabul qilish
- 2.2. Biznes maqsadlar
- 2.3. Manfaatlar to‘qnashuvi: aksiyadorlar menejerlarga qarshi. Agentlik munosabatlari muammosi.....
- 2.4. Moliyalash, investitsiyalash va mustaqillik.....
- 2.5. Nazariya va amaliyot.....

REZYUME.....

NAZORAT SAVOLLARI.....

3-BOB. INVESTITSION BAHOLASH USULLARI

- 3.1. Sof keltirilgan qiymat
- 3.2. Ichki daromadlilik stavkasi
- 3.3. Qoplash davri.....
- 3.4. Investitsiyalarni baholash usullaridan foydalanish amaliyoti.....

REZYUME.....

NAZORAT SAVOLLARI.....

4-BOB. UZOQ MUDDATLI MOLIYALASHTIRISH UCHUN MABLAG‘LAR MANBALARI

- 4.1. O‘z (aksiyadorlik) kapitali.....
- 4.2. Qo‘shimcha aksiyadorlik kapitalini jalb qilish usullari.....
- 4.3. Imtiyozli aksiyalar.....
- 4.4. Obligatsiyalar va qarz majburiyatlari.....
- 4.5. Konvertatsiyalanuvchi obligatsiyalar.....

- 4.6. Varrantlar.....
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

5-BOB. IKKILAMCHI KAPITAL BOZORI (FOND BIRJASI) VA UNING SAMARADORLIGI

- 5.1. London fond birjasi.....
- 5.2. Kapital bozorining samaradorligi.....
- 5.3. Kapital bozorlari tadqiqi.....
- 5.4. Samarali bozor paradoksi.....
- 5.5. Xulosalar va kapital bozori samaradorligining ahamiyati
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

6-BOB. BIZNESDA KAPITAL QIYMATI VA DISKONT STAVKASINI HISOBLASH

- 6.1. Alohida kapital manbalari qiymati
- 6.2. Korxonaga uchun kapitalning o'rtacha qiymati.....
- 6.3. Diskont stavkasi: CAPM an'anaviy yondashuvga nisbatan
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

7-BOB. LEVEREJ, KAPITAL QIYMATI VA AKSIYADORLAR FAROVONLIGI

- 7.1. Qarz moliyalashtirish chindan ham tuyulgani kabi arzonmi?.....
- 7.2. Tadbirkorlik va moliyaviy risklar.....
- 7.3. Muammoga an'anaviy nuqtai nazar.....
- 7.4. Modilyani va Millerning leverej bo'yicha nuqtai nazari
- 7.5. Kapital (moliyaviy) leverej va operatsion leverej.....
- 7.6. Leverejni qo'llash tajribasi.....
- 7.7. Leverej va kapital qiymati: xulosa.....
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

8-BOB. DIVIDENDIY QARORLAR

- 8.1. Modilyani va Miller dividendlar haqida.....
- 8.2. Dividendlarga an'anaviy qarashlar.....
- 8.3. Dividendlar to'g'risidagi masalada kim haq?.....
- 8.4. Boshqa omillar.....
- 8.5. Dividendlar: amaliy tajriba.....
- 8.6. Dividend muammosi bo'yicha xulosalar.....
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

9-BOB. KORPORATIV QAYTA TARKIBLASH (JUMLADAN, BIRLASHISH VA DIVESTITSIYALAR)

- 9.1. Yutib yuborish va birlashish.....
- 9.2. Birlashishlarning amaliy jihatlari.....
- 9.3. Divestitsiyalar.....
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

10-BOB. STARTAPLARNI MOLIYALASHTIRISH

- 10.1. Startup tushunchasi.....
- 10.2. Startaplarni moliyalashtirish.....
- 10.3. Dastlabki bosqichda startapni moliyalashtirish
- 10.4. Startaplarni moliyalashtirish uchun onlayn-kreudfanding platformalar.....
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

11-BOB. BIZNES MOLIYASINING XALQARO JIHAT (ASPEKT)LARI

- 11.1. Chet el valyutasi.....
- 11.2. Xalqaro darajaga kirish bilan bog'liq muammolar.....
- 11.3. Xalqaro investitsiyalarni baholash.....
- 11.4. Xalqaro darajaga kirish xavfi, ushbu xavfni boshqarish va portfel nazariyasi.....
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

12-BOB. KICHIK BIZNES MOLIYASI

- 12.1. Korporativ maqsadlar.....
- 12.2. Kichik kompaniyalarni tashkil qilish shakllari.....
- 12.3. Kichik biznesni soliqqa tortish.....
- 12.4. Risk va diskont stavkasi yirik.....
- 12.5. Moliyalashtirish manbalari.....
- 12.6. Kichik biznes kompaniyasi qiymatini baholash.....
- 12.7. Leverej.....
- 12.8. Dividendlar.....
- 12.9. Kichik biznes sohasidagi ishchi kapital xususiyatlari
- REZYUME.....
- NAZORAT SAVOLLARI.....

CONTENTS

pages

INTRODUCTION

CHAPTER 1. BUSINESS MARKETING

- 1.1. The Role of Business Finance
- 1.2. Business Finance and Risk
- 1.3. Relationship between business finance and accounting
- 1.4. As a limited liability company, the way of business
- 1.5. Corporate Governance and the Role of Managers
- 1.6. Long term financing for companies
- 1.7. Savings Securities (Derivatives)

RESUME.....

CHAPTER 2. BASIS OF FINANCIAL RESPONSIBILITIES IN BUSINESS

- 2.1. Making Financial Decisions
- 2.2. Business Objectives
- 2.3. Conflict of Interest: Shareholders Against Managers. Agency relationship issue
- 2.4. Funding, Investing and Independence
- 2.5. Theory and practice

RESUME.....

CONTROL QUESTIONS

CHAPTER 3. INVESTITION EVALUATION METHODS

- 3.1. Pure Value
- 3.2. Internal rate of return
- 3.3. Coverage Period
- 3.4. The practice of using investment assessment methods

RESUME.....

CONTROL QUESTIONS

CHAPTER 4. SOURCES FOR THE LONG TERM IMPLEMENTATION FINANCING

- 4.1. Own (Share) Capital
- 4.2. Methods of attracting additional equity capital
- 4.3. Privileged Actions
- 4.4. Obligations and Obligations
- 4.5. Conversion Profit
- 4.6. Varrants

RESUME.....

CONTROL QUESTIONS

CHAPTER 5. SECOND CAPITAL MARKET (FOUNDATION) AND EFFECTIVENESS

- 5.1. London Stock Exchange
- 5.2. Efficiency of capital market
- 5.3. Investing in Capital Markets
- 5.4. Effective market paradox
- 5.5. Conclusions and the importance of capital market efficiency
- RESUME.....
- CONTROL QUESTIONS

CHAPTER 6. CAPITAL RESPONSIBILITY AND DISCRIMINATION BUSINESS IN BUSINESS

- 6.1. Value of separate capital resources
- 6.2. Average value of equity for the entity
- 6.3. Discount rate: CAPM is relative to the traditional approach
- RESUME.....
- CONTROL QUESTIONS

CHAPTER 7. LEVEREJ, CAPITAL BREATHING EFFECTS OF VACCINATIONS

- 7.1. Debt financing is as cheap as it really is 7.2. Business and financial risks
- 7.3. Traditional Attitudes Towards a Problem
- 7.4. Modilyaniva 's View on Mileage
- 7.5. Capital (financial) leveraging and operating leverage
- 7.6. Experience in using leveler
- 7.7. Leverejva's Equity Value:
Summary
- RESUME.....
- CONTROL QUESTIONS

CHAPTER 8. DIVIDEND DECISIONS

- 8.1. Modilia and Miller on dividends
- 8.2. Traditional views on dividends
- 8.3. Who is right on dividends?
- 8.4. Other factors
- 8.5. Dividends: Practical Experience
- 8.6. Dividend Conclusions
- RESUME.....
- CONTROL QUESTIONS

CHAPTER 9. CORPORATE RECRUITMENT (INCLUDING, ASSOCIATION, AND DIVESTIVATION)

- 9.1. Swap and merger
- 9.2. Practical aspects of mergers

9.3. Divestiations .....	.....
RESUME.....	.....
CONTROL QUESTIONS .....	.....

CHAPTER 10. FINANCING THE STARTUPS

10.1. The concept of startup .....	.....
10.2. Startup Financing .....	.....
10.3. Startup financing at the initial stage .....	.....
10.4. Online-kreuffanding platform for start-up finance .....	.....
RESUME.....	.....
CONTROL QUESTIONS .....	.....

CHAPTER 11. BUSINESS FINANCE INTERNATIONAL AFFAIRS

11.1. Foreign currency .....	.....
11.2. Problems with international transport .....	.....
11.3. Evaluation of international investment .....	.....
11.4. Risk of international access, risk management and portfolio theory ... ..	.....
RESUME.....	.....
CONTROL QUESTIONS .....	.....

CHAPTER 12. SMALL BUSINESS FINANCE

12.1. Corporate Purposes .....	.....
12.2. Forms of small companies .....	.....
12.3. Taxation of small business .....	.....
12.4. Risk and discount rates .....	.....
12.5. Sources of financing .....	.....
12.6. Evaluating the Value of a Small Business Company .....	.....
12.7. Leverage .....	.....
12.8. Dividends .....	.....
12.9. Working capital features in small business .....	.....
RESUME.....	.....
CONTROL QUESTIONS .....	.....