

Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов

**ВЛИЯНИЕ СПОСОБОВ
ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОГО ПРОЕКТА
НА ЦЕНУ АКЦИЙ**

Iu.M. Bakhramov, V.V. Glukhov

**INFLUENCE OF INNOVATION PROJECT FINANCING WAYS
ON THE SHARE PRICE**

При реализации инновационного проекта инвесторы обращают особое внимание на будущие доходы. Денежные средства, необходимые для реализации инновационного проекта, могут привлекаться за счет эмиссии обыкновенных акций, или за счет эмиссии долговых ценных бумаг, или за счет использования нераспределенной прибыли, т. е. инвесторы определяют тот источник финансирования, который обеспечит большие доходы на инвестированный капитал. Каждый источник финансирования имеет свои риски, оказывающие влияние на доходность инвестированного капитала, например финансирование путем привлечения заемного капитала может увеличить финансовый риск. Если этот риск совокупно действует с операционным риском, то предприятие может столкнуться с серьезными финансовыми проблемами. Основной метод, используемый для оценки влияния финансовых решений на доход акционеров, – метод оценки связи дохода компании перед выплатой процентных платежей по кредиту и налога на прибыль (ЕБИТ) и дохода на акцию (EPS). Эти показатели линейно связаны для отдельного способа финансирования, но коэффициент пропорциональности отражает специфику метода привлечения средств. Влияние на выбор способа финансирования проекта может оказать и стоимость отдельных методов привлечения финансовых ресурсов. В статье дается анализ изменения доходов для инвесторов при различных способах финансирования с учетом влияния ставки корпоративных и индивидуальных налогов. Полученные оценки влияния способов финансирования с учетом действия совокупных факторов на величину будущих денежных потоков обеспечивают инвесторов экономически обоснованным решением выбора источников финансирования инновационного проекта.

ИНВЕСТОРЫ; АКЦИОНЕРЫ; ИННОВАЦИОННЫЙ ПРОЕКТ; ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ; ЭМИССИЯ; ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ; ОБЛИГАЦИИ; СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА КОМПАНИИ; ДОХОДНОСТЬ.

Implementing an innovation project, investors pay special attention to the revenues that they will receive in the future. Funds needed to implement an innovation project can be raised through the issue of ordinary shares, or due to the issue of debt securities, or through the use of retained earnings. For this reason, investors determine the source of funding that will provide large returns on their invested capital. In addition, each funding source has its risks which affect profitability of the invested capital. For example, funding by attracting debt financing may increase the financial risk. If this risk collectively coincides with the operational risk, the company can face serious financial problems. The main method used to assess the impact of financial decisions on the shareholder's return, is a method of evaluating the relationship between the company's earnings before paying interest on the loan and taxes (EBIT) and earnings per share (EPS). These indicators are linearly related to a specific method of financing, but the proportionality factor reflects the specificity of the method for raising funds. Project financing can also be impacted by the cost of certain methods in attracting financial resources. This paper analyzes changes of income for investors while using various ways of financing with the influence of interest rates on corporate and individual taxes. The resulting estimates of the impact of financing ways, which allow for the effect of a combined set of factors on the value of future cash flows, provide investors with an economically validated decision to choose funding sources for the innovation project.

INVESTORS; SHAREHOLDERS; INNOVATION PROJECT; SOURCE OF FUNDING; ORDINARY SHARES; EQUITIES; BONDS; COST OF CAPITAL; PROFITABILITY.

Введение. В экономической литературе обычно источники финансирования подразделяют на собственный и заемный капитал.

Такое разделение источников не позволяет увидеть более широкую палитру выпускаемых компанией долговых инструментов.

К основным способам финансирования инвестиционных проектов обычно относят:

- проведение дополнительной эмиссии обыкновенных и привилегированных акций действующего предприятия;
- привлечение заемного капитала в виде банковского кредита или эмиссии облигаций;
- использование нераспределенной чистой прибыли.

1. Воздействие структуры капитала на цену акций. Способы финансирования инвестиционных проектов определяют структуру капитала компании и цену капитала компании. Этим вопросам уделено внимание ряда экономистов [1, 4–7]. Кроме того, следует обратить внимание на то, что участники финансирования (акционеры и кредиторы) обладают разными правами контроля над компанией и имеют различные права на денежные потоки, генерируемые проектом. Эти различия обуславливают некоторые противоречия между старыми и новыми акционерами и кредиторами компании при решении вопроса о выборе способа финансирования проекта.

Актуальность данного исследования обусловлена тем фактором, что привлечение того или иного источника финансирования может влиять на доходы старых акционеров, и это может служить причиной противоречия между акционерами и кредиторами. Поскольку изменение структуры капитала компании может повлиять на цену акций и на величину дохода, приходящуюся на одну акцию, то основное внимание здесь уделено влиянию способов финансирования инвестиционного проекта на богатство акционеров.

Методика и результаты исследования. Для понимания этой проблемы рассмотрим упрощенную модель, при которой ценные бумаги, выпущенные компанией (обыкновенные акции, привилегированные акции и облигации), реализуются на идеальном рынке ценных бумаг. На таком рынке все инвесторы имеют одни и те же вероятностные представления о будущей прибыли по ценным бумагам или инвестициям. Рассмотрим вариант, при котором компания не платит налог на прибыль, а также вариант с уплатой налога на прибыль.

Приведем следующий пример. Металлургическая компания для модернизации сорто-

прокатного цеха должна изыскать инвестиции в сумме 40 млн р. Необходимые средства могут быть получены путем эмиссии обыкновенных акций с нормой прибыли 12 % или за счет выпуска облигаций с выплатой купонного дохода в размере 8 % в год. Предположим также, что ожидаемый доход от модернизации прокатного цеха составляет 19,2 млн р. в год и весь этот доход будет выплачен в виде дивидендов и процентных платежей по облигациям.

Если используется финансирование за счет выпуска обыкновенных акций, то полная рыночная стоимость акций будет равняться приведенной стоимости дивидендов, выплачиваемых акционерам в течение бессрочного периода. Ожидаемые дивиденды – это постоянный денежный поток, равный 19,2 млн р. в год, так как нет корпоративных налогов на доход. В этом случае рыночная стоимость акций равна 160 млн р. $(19,2/0,12)$ [2].

Если рыночная стоимость обыкновенных акций равна 160 млн р., и новым инвесторам будет продано акций на сумму 40 млн р., то стоимость акций первоначальных собственников составит 120 млн р.

Какова тогда будет стоимость акций первоначальных собственников, если вместо обыкновенных акций будет использоваться кредит в сумме 40 млн р.? Теория финансирования в этом случае говорит, что при заемном финансировании стоимость акций первоначальных собственников также будет равна 120 млн р. Следовательно, стоимость акций первоначальных собственников не зависит от финансового решения.

Чтобы представить, как это работает, рассмотрим ситуацию, при которой металлургическая компания может использовать различную комбинацию из заемных и собственных средств с целью финансирования проекта по реконструкции сортопрокатного цеха.

Мы полагаем, что процентная ставка увеличивается с ростом суммы долга. Заметим, что общее число платежей держателям ценных бумаг при текущих допущениях одинаково, невзирая на выбор выбранного способа финансирования. Например, компании требуется 40 млн р., и если она выпускает облигации на сумму 10 млн р., то остальные 30 млн р. компания должна получить за счет эмиссии обыкновенных акций.

Таблица 1

Влияние структуры капитала компании на требуемую норму возврата прибыли без налога

Показатели	Изменение показателей при различной доле заемного капитала				
	0/0	10,0/0,25	20,0/0,5	30,0/0,75	40,0/1,0
Долговые обязательства, млн руб./доля	0/0	10,0/0,25	20,0/0,5	30,0/0,75	40,0/1,0
Ставка процента по кредиту, %	–	6	6,5	7,0	8,0
Ожидаемый EBIT, млн руб.	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
Процентные платежи, млн руб.	0	0,6	1,3	2,1	3,2
Дивиденды = чистой прибыли, млн руб.	19,2	18,6	17,9	17,1	16,0
Совокупный доход (дивиденды + %) млн руб.	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
Процентные платежи/EBIT	0,0	0,031	0,068	0,109	0,167
Новый выпуск акций, млн руб.	40,0	30,0	20,0	10,0	0
Стоимость старых акций, млн руб.	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0
Общая стоимость акций, млн руб.	160,0	150,0	140,0	130,0	120,0
Стоимость облигаций и акций, млн руб.	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0
Требуемая норма доходности по акциям (дивиденды / общая стоимость акций), %	12	12,4	12,79	13,15	13,33

В табл. 1 показано, какие будут процентные платежи и ожидаемые дивиденды при различных комбинациях финансирования с помощью заемных средств и с помощью эмиссии обыкновенных акций.

Стоимость ценных бумаг, выпущенных компанией, также показана в табл. 1. Она основывается на том предположении, что общая стоимость ценных бумаг металлургической компании составляет 160 млн р. и, следовательно, стоимость акций первоначальных собственников остается равной 120 млн р., независимо от метода финансирования. Подразумевается, что требуемая норма прибыли по акциям растет вместе с увеличением эффекта финансового рычага компании. Анализ данных табл. 1 позволяет сделать следующие выводы в условиях принятых нами допущений.

С увеличением доли заемного капитала в общей сумме привлеченных средств:

- снижаются стоимости новых акций и всех акций (сумма стоимостей новых и старых акций);

- стоимость старых акций остается неизменной, что свидетельствует об отсутствии влияния изменения структуры капитала на стоимость старых акций;

- стоимость заемного капитала увеличивается;

- стоимость капитала компании не меняется, т. е. она не зависит от степени финансовой зависимости компании, хотя норма доходности акций и стоимость заемного капитала растут.

Это свидетельствует о том, что инвестиционные решения компании не зависят от выбора финансирования в нашей упрощенной ситуации.

Итак, при финансировании потребностей компании в 40 млн р. за счет эмиссии обыкновенных акций и отсутствия корпоративных налогов акционеры получают доход в виде дивидендов в сумме 19,2 млн р. Рыночная стоимость акций при ожидаемом потоке дивидендов в 19,2 млн р. и требуемой норме прибыли в 12 % составит 160 млн р. $(19,2/0,12)$ [1]. После эмиссии новых акций на сумму 40 млн р., которые будут проданы новым инвесторам, стоимость акций «старых» акций будет постоянной (120 млн р.) вне зависимости от структуры капитала компании (см. табл. 1).

Теперь рассмотрим более сложную задачу, когда металлургическая компания платит налог

на прибыль, например в размере 20 %. Эффект финансирования за счет привлечения заемных средств с учетом налога на доход компании имеет ряд существенных различий, по сравнению со случаем, где налоги отсутствуют. Поскольку процентные платежи по кредиту не облагаются налогами, кредит в размере 40 млн р. под 8 % в год обусловит ежегодную выплату процентов в сумме 3,2 млн р., что приведет к снижению дохода акционеров с 15,36 до 12,8 млн р., как показано в табл. 2.

Мы определили, что в случае отсутствия налогов требуемое значение нормы доходности по акциям – 13,33 %, при финансировании за счет привлечении кредита в сумме 40 млн р. (см. табл. 1). Заметим, что уровень финансовой зависимости одинаков в обоих случаях. Наш способ измерения финансовой зависимости (как отношение суммы процентных платежей к величине EBIT) не затрагивается введением налогов:

$$K_{FL} = IP/EBIT = 3,2/19,2 = 0,167.$$

Если уровень финансовой зависимости, риск возврата на рынке ценных бумаг и производственный риск будут одинаковыми, то требуемое значение нормы прибыли по акциям должно быть таким же. С требуемой нормой прибыли 13,33% и ожидаемыми дивидендами 12,8 млн р. в год стоимость акций с привлечением займа в 40 млн р. составит 96 млн р. (12,8/0,1333).

Так как стоимость акций первоначальных собственников с применением финанси-

рования за счет выпуска обыкновенных акций только 40 млн р., то первоначальные акционеры предпочтут заемное финансирование, поскольку стоимость их акций при этом способе финансирования увеличится на 20 млн р. Чтобы понять, почему привлечение кредита увеличивает стоимость акций, рассмотрим полные платежи, сделанные для держателей ценных бумаг (акционеров и держателей облигаций).

В случае отсутствия налогов на прибыль количество денег, выплачиваемых в виде дивидендов и процентных платежей, составляет 19,2 млн р. в год независимо от используемого способа финансирования (см. табл. 1). В случае с налогами привлечение кредитов увеличивает общие ожидаемые платежи компании, так как она платит более низкие налоги. Когда используется финансирование за счет обыкновенных акций, все ожидаемые платежи по ценным бумагам составляют 15,36 млн р. (все дивиденды), и компания платит налоги в размере 3,84 млн р. Когда же 40 млн р. получены в виде займа, ожидаемые платежи держателям ценных бумаг возрастают до 16 млн р. (дивиденды – 12,8 млн р. и выплаты по процентам – 3,2 млн р.), а налоги уменьшаются с 3,84 до 3,2 млн р. Таким образом, акционеры получают доходы на 0,64 млн р. больше, а государство получит налоги на 0,64 млн р. меньше.

Анализ такой ситуации, когда величина заемного капитала варьируется за счет выпуска облигаций, показан в табл. 2.

Таблица 2

Влияние финансового левереджа на стоимость акций с учетом корпоративного налога на прибыль, руб.

Показатели	Изменение показателей при различной доле заемного капитала				
	0/0	10,0/0,25	20,0/0,5	30,0/0,75	40,0/1,0
Долговые обязательства, млн руб./доля	0/0	10,0/0,25	20,0/0,5	30,0/0,75	40,0/1,0
Ставка процента по кредиту, %	–	6	6,5	7,0	8,0
Ожидаемый EBIT	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
Процентные платежи	0	0,6	1,3	2,1	3,2
Налогооблагаемый доход	19,2	18,6	17,9	17,1	16,0
Налоги (20%)	3,84	3,72	3,58	3,42	3,2
Чистая прибыль	15,36	14,88	14,32	13,68	12,8
Процентные платежи/EBIT	0,0	0,031	0,068	0,109	0,167
Требуемая норма доходности по акциям (дивиденды / общая стоимость акций), %	12	12,4	12,79	13,15	13,33
Стоимость общего числа акций (чистая прибыль (дивиденды) / требуемый процент дохода по акциям)	128,0	120,0	112,0	104,0	96,0
Стоимость нового выпуска акций	40,0	30,0	20,0	10,0	0
Стоимость старых акций (стоимость общего числа акций – стоимость выпуска новых акций)	88,0	90,0	92,0	94,0	96,0

В сравнении с вариантом без учета налогов (см. табл. 1), видим, что налоги уменьшают чистую прибыль (дивиденды) для акционеров. К тому же степень финансовой зависимости (проценты по кредиту/ЕВИТ) точно такая же на любой стадии привлечения средств и, следовательно, требуемая норма прибыли по акциям точно такая же, как в случае отсутствия налогов. Мы рассчитываем общую стоимость акционерного капитала как текущую стоимость дохода акционеров. Заметим, что общая стоимость акционерного капитала падает с увеличением величины займа.

Наличие налогов на доход компании вместе с процентами, не подлежащими налогообложению, подразумевает, что заемное финансирование лучше, чем финансирование с помощью обыкновенных акций. Доходы по привилегированным акциям (дивиденды), как и доходы по обыкновенным акциям, подлежат налогообложению, следовательно, результат финансирования за счет эмиссии привилегированных акций точно такой же для первоначальных собственников, как финансирование с помощью обыкновенных акций. Выгода от результатов заемного финансирования – уменьшение налога на доход компании. Если компания не платит налог на прибыль компании, то нет преимущества использования заемных средств относительно других видов финансирования из внешних источников.

В условиях России из под налога выводятся процентные платежи, величина которых ограничивается определенными условиями. При этом из налога выводятся проценты, начисленные по долговому обязательству любого вида, при условии, что размер начисленных налогоплательщиком по долговому обязательству процентов существенно не отклоняется от среднего уровня процентов, взимаемых по долговым обязательствам, выданным в том же квартале.

Предельная величина процентов, признаваемых расходом, принимается равной ставке рефинансирования Центрального банка РФ, увеличенной в 1,8 раза – при оформлении долгового обязательства в рублях [2, ст. 269, п. 1.1].

2. Влияние изменения налога на прибыль на доходы акционеров. Налоги на доходы, выплачиваемые держателями ценных бумаг

компания, – весьма сложный объект анализа. Инвесторы (держатели акций и облигаций) обычно платят более низкий налог в расчете на единицу собственного дохода (дивиденды и доходы с капитала), чем на доход по облигации компании (процентный доход). Это делает обыкновенные акции предпочтительными по отношению к облигациям.

С другой стороны, корпоративный налог делает предпочтительными займы, поскольку доходы кредиторов (проценты) не облагаются налогом, в то время как доходы акционеров (дивиденды и нераспределенная прибыль) – это предмет обложения корпоративными налогами на прибыль. Таким образом, есть две «налоговые силы», которые влияют на величину прибыли после вычета налогов (персональных и корпоративных) при использовании займов или обыкновенных акций и, следовательно, на привлекательность метода финансирования для инвесторов.

Чтобы проиллюстрировать представленную выше точку зрения, на первом этапе нашего анализа предположим, что ставка налога на процентные доходы по облигациям равна 13 % в год и ставка налога на доход акционеров равна нулю. Заметим, что это возможно, когда компания не выплачивает дивиденды, и это явно крайний случай, но он поможет осознать влияние подоходного налога на доходы инвесторов.

В табл. 3 приведены расчеты для компании с ЕВИТ = 10 млн р. В ней сравниваются полные доходы инвесторов (держателей обыкновенных акций и облигаций) после уплаты налогов на прибыль и персональных налогов при финансировании только за счет выпуска обыкновенных акций с полным доходом инвесторов, если компания финансируется за счет привлечения займа с ежегодными процентными платежами в сумме 2 млн р.

Ставка корпоративного налога принята в размере 20 % (такая же, как и для подоходного налога на процентный доход). В этом примере значительный персональный налог на доход по процентам противостоит низкому налогу (нулю) на дивидендный доход. Полный доход для держателей ценных бумаг, полученный из прибыли компании и с учетом всех налогов, одинаковый независимо от выбора финансирования.

Таблица 3

**Совмещенное влияние корпоративных
и индивидуальных налогов на доход инвесторов,
млн руб.**

Показатели	Компания, не исполь- зующая займы	Компания, использую- щая займы
1. ЕВГТ	10,0	10,0
2. Процентные платежи по облигациям	0	2,0
3. Налогооблагаемая прибыль	10,0	8,0
4. Налог на прибыль (0,2 × п. 3)	2,0	1,6
5. Прибыль, причитающаяся акционерам	8,0	6,4
6. Индивидуальный налог на доход по акциям (9 % × п. 5)	0	0
7. Индивидуальный налог на доход по облигациям (0,13 × п. 2)	0	0,4
8. Доход акционеров после вычета корпоративного и индивидуального налогов (п. 5 – п. 6)	8,0	6,4
9. Доход по облигациям после вычета корпоративного и индивидуального налогов (п. 2 – п. 7)	0	1,6
10. Доход инвесторов после вычета налогов (п. 8 + п. 9)	8,0	8,0

Данный пример призван только проиллюстрировать, как налоги на доходы физических лиц (которые благоприятствуют финансированию за счет обыкновенных акций) могут компенсировать корпоративные налоги (которые благоприятствуют займам). Конечно, влияние ставки налога на доходы физических лиц или корпоративного налога зависит от их величины, что видно из следующего примера.

На следующем этапе нашего анализа предположим, что держатели обыкновенных акций выплачивают налог на доходы в виде дивидендов по ставке 9 % [2, ст. 224, п.4]. В настоящей период процентная ставка налога на доходы физических лиц по корпоративным облигациям в НК РФ не имеет четкого значения, поэтому примем ее равной 13 %. Остальные данные используем из предыдущего примера. Расчет доходов инвесторов приведен в табл. 4.

Расчеты показывают, что при принятых ставках налогов на прибыль фирм и на доходы держателей ценных бумаг преимущество имеет финансирование за счет эмиссии облигаций.

Если принять ставку налога на прибыль предприятий и на доходы держателей облигаций, равной 30 %, то такая ставка значительно сокращает преимущество финансирования за счет обыкновенных акций перед заемным финансированием путем устранения низких процентных ставок на долгосрочную капитальную прибыль (табл. 5).

Полученные результаты показывают, что полная налоговая система (т. е. налог на доходы физических лиц и корпоративные налоги) не дает заметного предпочтения заемному финансированию или финансированию за счет ценных бумаг, но весьма поощряется одновременное их использование.

Таблица 4

**Влияние индивидуальных налогов
на доход инвесторов, руб.**

Показатели	Компания, не исполь- зующая займы	Компания, использую- щая займы
1. ЕВГТ	10,0	10,0
2. Процентные платежи по облигациям	0	2,0
3. Налогооблагаемая прибыль	10,0	8,0
4. Налог на прибыль (0,2 × п. 3)	2,0	1,6
5. Прибыль, причитающаяся акционерам	8,0	6,4
6. Индивидуальный налог на доход по акциям (9 % × п. 5)	0,72	0,576
7. Индивидуальный налог на доход по облигациям (0,13 × п. 2)	0	0,26
8. Доход акционеров после вычета корпоративного и индивидуального налогов (п. 5 – п. 6)	7,28	5,824
9. Доход по облигациям после вычета корпоративного и индивидуального налогов (п. 2 – п. 7)	0	1,74
10. Доход инвесторов после вычета налогов (п. 8 + п. 9)	7,28	7,564

Таблица 5
Влияние корпоративных налогов на доходы инвесторов, руб.

Показатели	Компания, не использующая займы	Компания, использующая займы
1. ЕВГТ	10,0	10,0
2. Процентные платежи по облигациям	0	2,0
3. Налогооблагаемая прибыль	10,0	8,0
4. Налог на прибыль (0,2 × п. 3)	3,0	2,4
5. Прибыль, причитающаяся акционерам	7,0	5,6
6. Индивидуальный налог на доход по акциям (9 % × п. 5)	0,63	0,504
7. Индивидуальный налог на доход по облигациям (0,13 × п. 2)	0	0,6
8. Доход акционеров после вычета корпоративного и индивидуального налогов (п. 5 – п. 6)	6,37	5,096
9. Доход по облигациям после вычета корпоративного и индивидуального налогов (п. 2 – п. 7)	0	1,4
10. Доход инвесторов после вычета налогов (п. 8 + п. 9)	6,37	6,496

С целью определения влияния изменения ставок корпоративного и индивидуального налога на доходы инвесторов нами рассчитаны эти показатели для различных ставок налогов на прибыль корпораций и на доходы инвесторов. Полученные результаты приведены в табл. 6, в которой вариант 1 выбран в качестве базового.

Данные табл. 6 позволяют сделать следующие выводы:

- увеличение ставки корпоративного налога, например, до 50 %, делает более привлекательным заемное финансирование;
- увеличение ставки налога на доходы в виде дивидендов с 9 до 13 % увеличивает доходы инвесторов при финансировании проекта за счет выпуска облигаций;
- увеличение ставки налога на процентные доходы снижает привлекательность заемного финансирования.

На практике ряд факторов могут обусловить преимущества заемного финансирования, несмотря на другие факторы, благоприятствующие эмиссии обыкновенных акций. Это связано со следующими предпосылками.

Во-первых, рынок ценных бумаг не идеален. Информация не доступна бесплатно для всех желающих; здесь есть определенные расходы для инвесторов при покупке или продаже ценных бумаг.

Во-вторых, существуют издержки, комиссии инвестиционных банков и другие расходы, связанные с выпуском ценных бумаг. Для компании дороже выпустить привилегированные акции, чем воспользоваться кредитом, и дороже выпустить обыкновенные акции, чем привилегированные или использовать кредит.

В-третьих, использование заемного капитала увеличивает вероятность того, что компания может не выполнить своих обязательств по долговым облигациям. В случае увеличения использования заемных средств компанией вероятность банкротства в ближайшем будущем увеличивается. В этом случае ожидаемые издержки, связанные с возмещением долга, существенно возрастают.

Таблица 6
Влияние изменения налоговых ставок на превышение дохода инвесторов при заемном финансировании проекта, в сравнении с его финансированием за счет эмиссии акций

Номер варианта	Ставка налога			Превышение дохода инвесторов при заемном финансировании, млн руб.
	на прибыль, %	на дивиденды, %	на процентные доходы, %	
1	20	9	13	0,284
2	50	9	13	0,83
3	20	13	13	0,348
4	20	9	20	0,144
5	20	9	30	-0,056

3. Внутреннее финансирование инвестиционного проекта. Использование внешних источников финансирования уменьшает будущий доход, привлечение внутренних источников – текущий. Такая проблема встает перед большинством компаний.

Допустим, что акционеры привыкли получать 50 % от прибыли в качестве дивидендов. Ежегодный темп прироста прибыли и дивидендов составляет 5 % на протяжении нескольких лет. Руководство готово начать крупную дорогостоящую программу, которая будет продолжаться несколько лет. Решения потребуют от компании больших денежных вложений в ближайшие два-три года.

Исходя из прогнозов текущих и будущих денежных потоков, продолжение выплат 50 % прибыли в качестве дивидендов предполагает значительное внешнее финансирование, часть которого будет получена за счет эмиссии обыкновенных акций. Использование займов для покрытия всех дополнительных требований нежелательно, так как требуемое количество заемных средств – это излишний риск для компании. Результирующая структура капитала выйдет за пределы оптимального значения.

В данной обстановке руководство компании должно разработать программу финансирования, отвечающую на вопросы:

- должно ли руководство изменить политику выплат дивидендов, чтобы получить дополнительные средства?
- спланировать ли выпуск требуемого числа обыкновенных акций, вопреки неопределенности будущего состояния рынка ценных бумаг?
- взять в долг еще денег или уменьшить инвестиции?

Каждая из представленных альтернатив предполагает затраты для акционеров.

Вышеупомянутые доходные инвестиции не представляют интереса для акционеров, пока не появится возможность финансировать их за приемлемую стоимость. Использование слишком большого долга ставит компанию в уязвимое положение и приводит к снижению стоимости акций компании. Следовательно, источником денежных ресурсов должны быть нераспределенная прибыль (которая предполагает низкие платежи по дивидендам) или эмиссия обыкновенных акций. Акционеры охотнее будут получать низкие дивиденды, чем позволят компании совер-

шить эмиссию обыкновенных акций. Этот подход обусловлен несколькими причинами:

- имеются значительные издержки (судебные издержки, комиссии и т. д.), связанные с выпуском обыкновенных акций. Эти издержки могут достигать до 25 % от суммы выпуска;
- временно инвестированная нераспределенная прибыль в ликвидные ценные бумаги для цели увеличения будущих инвестиций увеличивает безопасность и финансовую гибкость компании. Кроме того, наличие этих средств не препятствует другим видам финансирования. Их отсутствие подталкивает руководство искать внешние источники финансирования для финансовых инвестиций;
- эмиссия обыкновенных акций может создать проблемы с управлением компанией для текущих собственников.

Финансирование за счет привлечения нераспределенной прибыли имеет экономическую целесообразность. Однако несмотря на обычное преимущество нераспределенной прибыли, этот метод финансирования не всегда возможен и желателен. Акционеры могут негативно реагировать на получение низких доходов по своим акциям, поэтому не следует увеличивать дивидендные платежи, когда доходы растут, и не уменьшать дивиденды, в сравнении с предыдущим уровнем.

Объем финансирования, который можно получить из фонда нераспределенной прибыли, зависит от доходов компании. Если компания нуждается в больших объемах собственных средств для финансирования инвестиций, чем доступно из нераспределенной прибыли, то частично она свои потребности покрывает за счет выпуска обыкновенных акций. Использование этого, более дорогого, источника денежных средств повлечет увеличение стоимости капитала.

Выводы. Компании финансируют свои инвестиции из четырех основных источников: займы, привилегированные акции, обыкновенные акции и нераспределенная прибыль.

При разработке плана финансирования капиталовложений компании финансовый менеджер должен рассмотреть риски и прибыли, которые характерны для альтернативных планов. Заемное финансирование увеличивает финансовую зависимость компании и, следовательно, риск и прибыль. Использо-

ние займа приводит к увеличению не только финансового риска, но и к увеличению суммарного риска (производственный и финансовый риски). Этот риск может ограничиваться акционерами и компанией, поскольку привлечение заемных средств требует выплаты процентов и основной суммы по окончании кредитного соглашения.

Анализ финансовых проблем компании приводит к следующим выводам.

1. В идеальном случае, когда нет налогов, здесь нет преимуществ или нежелательности в использовании того или иного метода финансирования с точки зрения акционеров.

2. В идеальном случае, когда присутствует налог на доход компании (но нет индивидуальных налогов), заемное финансирование имеет преимущество, в сравнении с другими финансовыми источниками, что обусловлено возможностью налогового вычета по процентам.

3. На практике существует оптимальный интервал для структуры капитала компании.

Если компания выходит за этот интервал, стоимость компании падает.

4. Гибкость в будущем финансировании обеспечивается нераспределенной прибылью. Внутреннее финансирование с помощью нераспределенной прибыли означает, что меньше текущих дивидендов будет выплачено, чем в случае использования внешнего финансирования (за счет выпуска новых акций или привлечения займа).

Акционеры могут быть готовы получать низкие дивиденды, поскольку при использовании внутреннего финансирования текущие владельцы имеют лучшую возможность сохранять свой контроль над компанией.

Когда компания изменяет свою финансовую политику, стоимость ее капитала также, вероятно, изменится. Стоимость ее капитала должна быть определена с использованием планируемых будущих пропорций различных источников финансирования и текущих налоговых ставок по ценным бумагам.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бахрамов Ю.М., Глухов В.В. Финансовый менеджмент. 2-е изд. СПб.: Питер, 2011. 496 с.
2. Налоговый кодекс Российской Федерации с учетом изменений, внесенных Федеральным законом № 229-ФЗ от 27.07.2010 г.
3. Налоги на инвестиции: облигации // Путь к богатству: финансовый блог. URL: <http://www.myrichway.ru/tax-obl/>
4. Hart O. Firms, Contracts, and Financial Structure. Oxford: Clarendon Press, 1995.
5. Taggart R.A. A Model of Corporate Financing Decisions // Journal of Finance, no. 32, pp. 1467–1484. December, 1977.
6. Marsh P. The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study // Journal of Finance, no. 37, pp. 121–144. March, 1982.
7. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review, no. 48, pp. 261–297. June, 1958.
8. Modigliani F., Miller M.H. Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954–57 // American Economic Review, no. 56, pp. 333–391. June, 1966.
9. Donaldson G. Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Division of Research, Graduate School of Administration, Harvard University, Cambridge, Mass., 1961.
10. Jack C. Francis Management of investments. 3th ed. New York: McGraw-Hill, 1993, 691 p.
11. Управление финансами: Бизнес-курс MBA / под ред. Дж.Л. Ливингстона, Т. Гроссмана. М.: Омега-Л, 2008. 837 с.
12. Jordan B.D., Miller T.W. Fundamentals of Investments : Valuation and Management 4th ed. McGraw-Hill Irwin, Boston, MA, 2008.
13. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. М.: Дело. 1997. 1008 с.
14. Энг М.И., Лис Ф.А., Мауер Л.Дж. Мировые финансы. М.: Издательско-консалтинговая компания «Дека», 1998. 768 с.
15. Myers S.C. Capital Structure // Journal of Economic Perspectives, 2000, no. 15, pp. 81–102. Spring.
16. Donaldson G. Corporate Debt Capacity. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, 1961.

REFERENCES

1. Bakhramov Yu.M., Glukhov V.V. Finansovyi menedzhment. 2-e izd. SPb.: Piter, 2011. 496 s. (rus)
2. Nalogovyi kodeks Rossiiskoi Federatsii s uchetom izmenenii, vnosennykh Federal'nym zakonom № 229-FZ ot 27.07.2010 g. (rus)
3. Nalogi na investitsii: obligatsii. Put' k bogatstvu: finansovyi blog. URL: <http://www.myrichway.ru/tax-obl/> (rus)



4. **Hart O.** Firms, Contracts, and Financial Structure. Oxford: Clarendon Press, 1995.
5. **Taggart R.A.** A Model of Corporate Financing Decisions. *Journal of Finance*, no. 32, pp. 1467–1484. December, 1977.
6. **Marsh P.** The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study. *Journal of Finance*, no. 37, pp. 121–144. March, 1982.
7. **Modigliani F., Miller M.N.** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, no. 48, pp. 261–297. June, 1958.
8. **Modigliani F., Miller M.H.** Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954–57. *American Economic Review*, no. 56, pp. 333–391. June, 1966.
9. **Donaldson G.** Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Division of Research, Graduate School of Administration, Harvard University, Cambridge, Mass., 1961.
10. **Jack C.** Francis Management of investments. 3th ed. New York: McGraw-Hill, 1993, 691 p.
11. Upravlenie finansami: Biznes-kurs MBA. Pod red. Dzh.L. Livingstona, T. Grossmana. M.: Omega-L, 2008. 837 s. (rus)
12. **Jordan B.D., Miller T.W.** Fundamentals of Investments : Valuation and Management 4th ed. McGraw-Hill Irwin, Boston, MA, 2008.
13. **Gitman L.Dzh., Dzhonk M.D.** Osnovy investirovaniia. M.: Delo. 1997. 1008 s.
14. **Eng M.I., Lis F.A., Mauer L.Dzh.** Mirovye finansy. M.: Izdatel'sko-konsaltingovaia kompaniia «Deka», 1998. 768 s. (rus)
15. **Myers S.C.** Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 2000, no. 15, pp. 81–102. Spring.
16. **Donaldson G.** Corporate Debt Capacity. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, 1961.

БАХРАМОВ Юрий Муминович – профессор Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого, доктор экономических наук.

195251, Политехническая ул., д. 29, Санкт-Петербург, Россия. E-mail: y.yunin@yandex.ru

BAKHRAMOV Iurii M. – Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University.

195251. Politechnicheskaya str. 29. St. Petersburg. Russia. E-mail: y.yunin@yandex.ru

ГЛУХОВ Владимир Викторович – заведующий кафедрой Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого, доктор экономических наук.

195251, Политехническая ул., д. 29, Санкт-Петербург, Россия. E-mail: vicerektor.me@spbstu.ru

GLUKHOV Vladimir V. – Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University.

195251. Politechnicheskaya str. 29. St. Petersburg. Russia. E-mail: vicerektor.me@spbstu.ru
