

СМИ: контент-анализ, а также сбор сведений об охвате аудитории. Блок аудитории: глубинное интервьюирование, фокус-группы и количественные методы (анкетирование и интервьюирование).

Эффект - вершина пирамиды - предполагает оценку количества изменивших сознание или поведение под влиянием PR-кампании. В качестве методов исследования применяются опросы с большой выборкой, статистика продаж (т.н. голосование), глубинные интервью, фокус-группы.

В любом случае выбор способов и методов оценки эффективности PR-деятельности зависит от интеллектуальных и финансовых возможностей заказчика. И глубина исследований также ограничивается этими факторами.

Учитывая важность работы с общественным мнением вопрос оценки эффективности проведения PR-кампании должен быть решен заблаговременно, а эту работу необходимо тщательно спланировать и, при отсутствии собственных квалифицированных специалистов, не чураться привлечения на договорной основе сторонних экспертов в этой области.

И.А. Леднёва, УО БГЭУ (г. Минск)

МОДЕЛИ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Финансовая составляющая выступает равноценной стороной хозяйственной деятельности, что обуславливает возрастание роли финансового менеджмента в практике управления организацией. Одной из наиболее важных и сложных его задач является оптимизация структуры капитала. Актуальность данной проблемы тем более очевидна в период экономической нестабильности, когда финансовая устойчивость и платежеспособность становятся важнейшими факторами обеспечения жизнедеятельности экономических систем любого уровня.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение собственных и заёмных средств, при котором достигнутое сочетание финансового риска и доходности позволяет максимизировать рыночную стоимость организации. Единого взгляда на проблему поиска данного оптимума не существует, и этот вопрос является наиболее дискуссионным в теории капитала. Обобщая множество подходов и методов обоснования структуры капитала по разнообразным критериям, можно выделить два их основных блока:

- статические модели, доказывающие существование оптимальной структуры капитала и рекомендующие определённые критерии её формирования;
- динамические модели, допускающие отклонение от целевой структуры капитала в конкретный момент времени и определяющие оптимум как временной ряд.

Наибольшее распространение в экономической литературе получили статические теории, среди которых можно выделить метод, основанный на расчёте эффекта финансового левиреджа; модель WACC (традиционный подход, теория Модильяни-Миллера, компромиссный подход); метод минимизации уровня финансовых рисков; метод оптимизации по критерию политики финансирования активов и др.

Расчет эффекта финансового левиреджа лежит в основе процесса оптимизации структуры капитала по критерию максимизации уровня его прогнозируемой рентабельности. Эффект финансового левиреджа отражает, насколько возрастает рентабельность собственного капитала при использовании заёмных средств. Наиболее уни-

версальным вариантом его оценки является следующий:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - \text{Снп}) * (\text{КВРа} - \text{ПК}) * \text{ЗК/СК}, \text{ где}$$

Снп – ставка налога на прибыль (всех налогов, уплачиваемых из прибыли);

КВРа – коэффициент финансовой рентабельности активов;

ПК – проценты за использование кредитных ресурсов;

ЗК – заёмный капитал;

СК – собственный капитал [1, с. 281].

В приведённой формуле можно выделить три основные составляющие:

• $(1 - \text{Снп})$ – налоговый корректор, который показывает, в какой степени проявляется эффект финансового рычага при различном уровне налогообложения прибыли. Данный показатель практически не зависит от организации, так как ставки налогов, уплачиваемых из прибыли, устанавливаются законодательно. Однако изменение воздействия налогового корректора на эффект финансового левериджа возможно, если субъект хозяйствования имеет налоговые льготы по прибыли, определяемые его территориальным расположением или спецификой отдельных видов деятельности;

• $(\text{КВРа} - \text{ПК})$ – дифференциал финансового левериджа – главное условие, формирующее его положительный результат. Чем больше положительное значение данного показателя, тем выше при прочих равных условиях будет эффект. В случае формирования отрицательного значения дифференциала финансового левериджа происходит снижение рентабельности собственного капитала и использование организацией заёмных средств приводит к отрицательному эффекту;

• ЗК/СК – плечо финансового левериджа, или рычаг, который мультиплицирует положительный или отрицательный эффект, получаемый за счёт соответствующего значения дифференциала. Если плечо больше единицы, то эффект финансового рычага будет усиливаться, и наоборот.

Выделение названных составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левериджа в процессе деятельности субъекта хозяйствования. Однако полученные на его основе данные не всегда обладают высокой степенью достоверности. Так, для эффективного использования данного подхода к оптимизации структуры капитала необходимо не только точно определить среднюю процентную ставку по кредитным ресурсам (что требует достоверных данных внутреннего бухгалтерского учета), но и учитывать проценты штрафов за просроченную кредиторскую задолженность. Кроме того, при расчете эффекта финансового левериджа не учитываются определенные виды платежей из чистой прибыли, например, штрафные санкции, подлежащие внесению в бюджет. И наконец, изменения в налоговом законодательстве, влияющие на уровень уплачиваемых налогов из прибыли, не позволяют производить сравнение финансового риска, который несет субъект хозяйствования в различные периоды деятельности.

При оптимизации структуры капитала на основе модели WACC используют критерий минимизации средневзвешенной стоимости (цены) капитала. Практически всегда хозяйственная деятельность финансируется из нескольких источников одновременно. Поскольку стоимость каждого источника средств различна, стоимость капитала организации в целом находят по формуле средней арифметической взвешенной, а соответствующий показатель называется средневзвешенной стоимостью капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC), [2, с.618].

Показатель WACC, рассчитанный по формуле, характеризует уровень расходов (в %), которые ежегодно несет организация за возможность осуществления своей деятельности благодаря привлечению финансовых ресурсов на долгосрочной основе.

Любой новый проект должен приносить доходность, превышающую значение WACC.

Существует также вариант расчёта WACC с учётом налогообложения прибыли, [3, с.296].

В сущности, указанных два подхода идентичны, за исключением корректировки в последнем такого источника финансирования как прибыль, что является обоснованным, т. к. организация сможет использовать прибыль только после её налогообложения. Однако доля налогов, уплачиваемых из прибыли, может превышать ставку налога на прибыль, т.к. налог на недвижимость у некоторых организаций составляет значительные суммы. И правильнее было бы производить корректировку на сумму всех налогов, уплачиваемых из прибыли.

Применение модели WACC позволяет менеджерам маневрировать структурой капитала, учитывая стоимость средств из различных источников, и уменьшать таким образом объёмы привлечения финансовых ресурсов с высокой ценой. Но в условиях, когда большинство организаций активно использует для финансирования своей деятельности кредиторскую задолженность, имеющую минимальную цену, попытка снизить средневзвешенную стоимость капитала может привести к увеличению доли данного источника финансирования. А это обстоятельство, в свою очередь, окажет негативное влияние на финансовую устойчивость организации.

Приведённые модели эффекта финансового рычага и WACC не являются взаимоисключающими. Исследование взаимосвязи между ними, которое осуществлялось различными экономическими школами, привело к разработке двух теоретических направлений: традиционной теории финансового рычага и теории Миллера-Модильяни. Согласно традиционной теории, по мере того, как в структуре капитала субъекта хозяйствования повышается доля долга, средневзвешенная стоимость капитала сначала уменьшается. Это происходит в связи с тем, что менее рискованный заемный капитал имеет более низкую стоимость, и когда его доля в структуре капитала увеличивается, средневзвешенная стоимость капитала снижается. Однако, начиная с определенного значения финансового рычага, долг становится более дорогим из-за возникшего кредитного риска. Кроме того, если организация наращивает заимствования, создается дополнительный финансовый риск и для акционеров, поэтому стоимость собственного капитала также возрастает. Это приводит к росту WACC. Соответственно, руководство организации с помощью эффективного использования связи финансового рычага и стоимости капитала может повысить совокупную стоимость организации.

Альтернативной точкой зрения на выбор оптимального финансового рычага стала теория Миллера-Модильяни (M&M), названная по имени ее разработчиков – американских учёных. Сделав определенные допущения (инвесторы ведут себя рационально и одинаково информированы; предоставление и получение долга происходит по безрисковой ставке; не существует различий между корпоративным и персональным заимствованием; отсутствует налогообложение прибыли) эти экономисты доказали, что при указанных обстоятельствах стоимость организации и средневзвешенная стоимость ее капитала не зависят от финансового рычага.

Вместе с ростом финансового рычага стоимость собственного капитала организации растет таким образом, что полностью нейтрализует эффект от увеличения удельного веса относительно дешевого заемного капитала. В результате при изменении финансового рычага $WACC = const$. Данная теория, первоначально предложенная в 1958 году, в дальнейшем уточнялась и модифицировалась с учетом налогообложения прибыли. Однако она не учитывает издержки банкротства (увеличение использования кредитных ресурсов приводит к росту финансового риска), а также возможность

возникновения конфликта между менеджерами, не желающими брать большую ответственность по привлечению заемного капитала, и владельцами собственного капитала.

Всё большее признание получает компромиссная теория структуры капитала: оптимальная структура находится как компромисс между налоговыми преимуществами привлечения заёмного капитала и издержками банкротства. Данная теория не позволяет конкретной организации рассчитать наилучшее сочетание собственного и заёмного капитала, но формулирует общие рекомендации для принятия решений. Организации должны устанавливать целевую структуру капитала так, чтобы предельная стоимость капитала и предельный эффект финансового рычага были равны. Управление источниками финансирования не сводится только к установлению целевой структуры капитала, а включает также выбор между краткосрочными и долгосрочными источниками и принятие решений по структуре собственных ресурсов. Общая рекомендация по компромиссному подходу заключается в том, что и 100%-ый заёмный капитал, и исключительно собственное финансирование являются неоптимальными стратегиями финансового управления.

Одновременно со статическими моделями обоснования структуры капитала получили своё развитие, хотя и не такое активное, динамические теории, в основе которых лежит поток информации, получаемый рынком от данной организации, в частности, через принятие менеджерами определенных финансовых решений относительно выбора структуры капитала или дивидендной политики. Наиболее известными разработками в рамках данного направления исследований являются так называемые сигнальные модели, основанные на теории асимметричности информации [4, с.168].

Положительной стороной использования приведённых моделей является возникающая у менеджеров способность влиять на восприятие финансового риска потенциальными инвесторами и кредиторами, стимулировать привлечение средств из внешних источников, формировать определённый «финансовый имидж» организации. Но несмотря на это, они не нашли широкого распространения в экономической практике, что во многом обусловлено сложностью определения достоверности и своевременной оценки подаваемых со стороны организаций сигналов.

При наличии разнообразных подходов к оптимизации структуры капитала поиск оптимального соотношения различных источников финансовых ресурсов остается основной проблемой финансового менеджмента в области управления капиталом. В той или иной степени каждая организация вынуждена решать эту проблему самостоятельно, учитывая специфику своей деятельности и условия окружающей среды. Это обстоятельство значительно повышает требования к финансовым менеджерам в части обоснования соотношения между собственным и заёмным капиталом, отражающего некоторую приемлемую степень финансового риска и резервный потенциал заимствования – способность в случае необходимости привлечь заёмные средства в желаемых объемах и на приемлемых условиях.

Литература

1. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс.- 2-е изд., перераб. и доп. – К.: Эльга, Нива-Центр, 2005. 656с.
2. Ковалёв В.В. Введение в финансовый менеджмент. –М.: Финансы и статистика, 2000. 768с.
3. Волков А.С. Искусство финансирования бизнеса. Выбор оптимальных схем/ Алексей Волков. – М.: Вершина, 2006. 328с.
4. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов/ Т.В. Теплова. –М.: ГУ-ВШЭ, 2000. 504с.