

18. ДОЛГОСРОЧНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

1. Источники долгосрочного финансирования
 - 1.1. Эмиссия ценных бумаг
 - 1.2. Банковские кредиты и арендное финансирование
 2. Оценка рисков, связанных с долгосрочным финансированием
 - 2.1. Левередж
 - 2.2. Расчет прибыли на акцию
 - 2.3. Коэффициенты фондового рынка
-

1. ИСТОЧНИКИ ДОЛГОСРОЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Балансовое уравнение однозначно определяет связь между активами субъекта и источниками этих активов. По мере развития субъекта возникает необходимость в дополнительных активах, которые необходимо профинансировать неким дополнительным капиталом.

Структура капитала позволяет классифицировать все источники финансирования:

- а) собственный капитал;
- б) другие источники (привлеченные средства).

Активы, позволяющие зарабатывать прибыль в течение длительного промежутка времени, обычно финансируются за счет долгосрочного привлеченного капитала. Этот вариант предпочтительнее, потому что при финансировании краткосрочными источниками, нет полной уверенности в том, что к сроку погашения кредита из прибыли можно будет извлечь достаточно средств для его погашения.

Существует несколько способов привлечения долгосрочного капитала извне.

1.1. Эмиссия ценных бумаг

Понятие "ценные бумаги" объединяет в себе большую группу финансовых документов, которые гарантируют их владельцу получение определенной (фиксированной или плавающей) прибыли на вложенные средства: облигации, векселя, акции. Каждый тип ценных бумаг имеет свои преимущества и недостатки.

Так, у облигаций и векселей срок погашения определен, кроме того, их держатели имеют право на часть активов в случае ликвидации субъекта. Доход по ним фиксирован и не зависит от доходов компании. Это снижает степень риска для инвестора, но налагает дополнительные обязательства на субъект. Доход от облигаций и векселей ниже, чем процентная ставка по акциям. Это выгодно для эмитента. Держатели облигаций и векселей не имеют возможности участвовать в управлении, поэтому не происходит рассеивания контроля над субъектом.

Акции

Обыкновенная акция – ценная бумага, подтверждающая право держателя на часть уставного капитала. Уставом определяется количество акций, которое субъект может выпустить без внесения поправок в устав.

Привилегированная акция – акция, по которой держатель получает, как правило, гарантированный дивиденд. Этот вид акций должен рассматриваться как смешанная форма финансирования, имеющая черты обязательства.

Размещение акций среди внешних акционеров:

- продажа путем проспекта эмиссии (продажа по фиксированной цене всем желающим);
- продажа через торги (цена на акции не устанавливается, а определяется спросом);
- размещение (небольшие объемы эмиссий, размещаемые у нескольких инвесторов);
- представление через биржу (имеет место при сформировавшейся котировке акций).

При размещении акций необходимо учитывать, что различные способы размещения имеют различные издержки, в которые входят затраты на подписку, налоги на капитал, зарплата бухгалтеров и пр.

1.2. Банковские кредиты и арендное финансирование

Привлечение капитала при помощи ценных бумаг не всегда приемлемо для малых предприятий и некорпоративных объединений. Коммерческие банки – один из источников внешнего капитала.

При получении банковского кредита кредитор обеспечивает заемщика свободными средствами на длительный период. Для обеспечения возврата средств составляется кредитный договор, в котором кредитор может потребовать от заемщика гарантийных обязательств: поддержка финансового положения на определенном уровне; ограничение на оборотные средства, ограничения на выплату дивидендов и продажу акций и залоговое обеспечение и других.

Оборудование – вид активов, который может быть заложен для обеспечения гарантий кредита. Если у субъекта имеется оборудование, пригодное для продажи или он хочет приобрести такое оборудование, то имеется обеспеченное финансирование.

Возможно внешнее финансирование субъекта при помощи аренды (лизинг).

2. ОЦЕНКА РИСКОВ, СВЯЗАННЫХ С ДОЛГОСРОЧНЫМ ФИНАНСИРОВАНИЕМ

Долгосрочное финансирование означает отказ от денежных средств сегодня в пользу получения прибыли в будущем. Инвестиционное решение должно оцениваться в соответствии с тем, даст оно прибыль равную или большую, чем необходимо инвесторам. Кроме оценки потенциальной прибыли необходимо учитывать финансовое состояние субъекта и его способность нормально функционировать в течение всего срока действия инвестиций.

2.1. Левередж

Для долгосрочного финансирования чаще всего используется внешний капитал, поэтому соотношение между заемными и собственными средствами может служить хорошей характеристикой структуры капитала. Это отношение называется левередж.

Доходы от финансовых вложений неразрывно связаны с финансовым риском, который включает в себя возможный риск неплатежеспособности и возможность изменения доходов акционеров по обыкновенным акциям. Для определения риска неплатежеспособности используется **финансовый левередж**, который определяет взаимосвязь акционерного капитала, резервов, привилегированного капитала и заемных средств.

Привилегированный капитал или Привилегированный капитал
Акционерный капитал (с резервами) Весь используемый капитал

Необходимо постоянно отслеживать это отношение. Оптимальным будет вариант, когда для финансирования краткосрочных активов используются частично краткосрочные обязательства и частично долгосрочные.

Пример:

На основе представленного ниже балансового отчета, рассчитайте коэффициент платежеспособности (финансовый левередж).

Долгосрочное финансирование

	Тыс. тенге
Основные средства	12.400
Текущие активы	1.000
<i>Кредиторская задолженность (срок оплаты: в течение 1 года)</i>	
Кредиты	120
Банковские овердрафты	260
Торговая кредиторская задолженность	430
Переводной вексель (тратта)	<u>70</u>
	<u>880</u>
<i>Чистые текущие активы</i>	<u>120</u>
Всего активов за вычетом текущих обязательств	12.520
<i>Кредиторская задолженность (срок погашения более 1 года)</i>	
Долговые обязательства	4.700
Банковские кредиты	<u>500</u>
	(5.200)
Резервы предстоящих расходов и платежей: отсроченное налогообложение	(300)
Доходы будущих периодов	<u>(250)</u>
	<u>6.770</u>
<i>Капитал и резервы</i>	
Акционерный капитал к оплате	
Обыкновенные акции	1.500
Привилегированные акции	<u>500</u>
	<u>2.000</u>
Счет надбавок к курсу акций (дополнительно оплаченный капитал)	760
Доход от переоценки	1.200
Счет прибылей и убытков	<u>2.810</u>
	<u>6.770</u>
Ответ	
Привилегированный капитал	
Привилегированные акции	500
Долговые обязательства	4.700
Долгосрочные банковские кредиты	<u>500</u>
Привилегированный капитал за исключением краткосрочной задолженности	5.700
Краткосрочные кредиты	120
Овердрафт	<u>260</u>
Привилегированный капитал, включая краткосрочную задолженность, приносящую процент	<u>6.080</u>

Долгосрочное финансирование

Можно использовать как величину 5.700 так и величину 6.080. Если при расчете коэффициента платежеспособности в знаменателе стоит величина используемого капитала и данный капитал складывается и чистых основных средств и **чистых** текущих активов, будет благоразумно исключить из размера привилегированного капитала краткосрочную задолженность, приносящую процент. Причина заключается в том, что краткосрочная задолженность компенсируется за счет текущих активов, что приводит в последствии к величине **чистых** текущих активов.

$$\text{Акционерный капитал} = 1.500 + 760 + 1.200 + 2.810 = \text{£ } 6.270.000$$

Коэффициент платежеспособности может быть рассчитан следующим образом:

$$(a) \quad \frac{\text{Привилегированный капитал}}{\text{Акционерный капитал}} \times 100\% = \frac{6.080}{6.270} \times 100\% = 97\%$$

$$(б) \quad \frac{\text{Привилегированный капитал}}{\text{Акционерный капитал} + \text{привилегированный капитал}} \times 100\% = \frac{6.080}{(6.080 + 6.270)} \times 100\% = 49,2\%$$

$$(в) \quad \frac{\text{Привилегированный капитал}}{\text{Общий размер используемого капитала}} \times 100\% = \frac{5.700}{12.520} \times 100\% = 45,5\%$$

Риск неплатежеспособности (банкротства) очевидно возрастает с увеличением задолженности, обязательств, числа привилегированных акций, так как это увеличивает постоянные выплаты.

Например, у 2 фирм ("А" и "В") ожидаемая прибыль до выплаты процентов и налогов 8,000,000 тенге в год, но при этом у "А" нет задолженностей, а у "В" выпущено бессрочных облигаций на 20,000,000 тенге под 15%. Ежегодные выплаты "В" по процентам – 3,000,000 тенге, а у "А" их нет. Если доход обеих фирм окажется на 75% меньше, то "А" получит 2,000,000 тенге, а "В" будет не в состоянии покрыть свои расходы из поступлений.

Второй аспект финансового риска – относительный разброс дохода держателей обыкновенных акций.

Для измерения делового риска используется **операционный левередж**.

$$\text{Операционный левередж} = \frac{\text{Маржинальный доход}}{\text{Прибыль до уплаты налогов и процентов}}$$

Долгосрочное финансирование

Маржинальный доход – это разность между выручкой от реализации и переменными затратами.

Если маржинальный доход высокий, а прибыль до налогообложения и уплаты процентов низкая, постоянные затраты будут высокими и едва будут покрываться маржинальным доходом. Деловой риск, следовательно, будет высоким.

Если маржинальный доход не сильно отличается от прибыли до налогообложения и уплаты процентов, постоянные затраты будут низкими, и легко покрываемыми. Деловой риск, соизмеримо операционному леввереджу, также будет низким.

Если на ближайшие 5 лет оценки ожидаемого дохода от основной деятельности – субъективные случайные величины, для ожидаемого дохода 8,000,000 тенге стандартное отклонение будет равно 4,000,000. С учетом обязательств из предыдущего примера ожидаемый доход акционеров "А" – 8,000,000 тенге, "В" – 5,000,000 тенге.

2.2. Расчет прибыли на акцию

Прибыль на акцию - индикатор деятельности компании. Она рассчитывается по формуле:

$$\frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Количество простых акций}}$$

Рассмотрим задачу:

Отчет о прибыли и убытках компании "М" за 1992 г.

	Тыс. тенге
Прибыль до уплаты налогов	6,000
Налоги	(1,300)
<hr/>	
Прибыль после налогов	4,700
Чрезвычайные статьи	(700)
<hr/>	
Прибыль за отчетный период	4,000
Дивиденды	(270)
<hr/>	
Нераспределенная прибыль	3,730

Долгосрочное финансирование

Выписка из бухгалтерского баланса на 31 декабря 1992 показывает, что выпущенный акционерный капитал остался на прежнем уровне.

Полностью оплаченные 7% привилегированные акции по 1 Т	1,000
7% обыкновенные акции по 1Т, оплаченные на 75%	<u>9,000</u>
	10,000

Необходимо рассчитать прибыль на одну акцию за год.

Решение:

Доход = прибыль после уплаты налогов – чрезвычайные статьи – дивиденды по привилегированным акциям = 4,000 – (7% × 1,000) = 3,930 тыс. тенге.

Количество обыкновенных акций: $9,000,000 / 0.75 = 12,000,000$ шт.

Прибыль на одну акцию: $3.930,000 \text{ тенге} / 12,000,000 \text{ шт} = 32.75 \text{ тенге}$

2.3. Коэффициенты фондового рынка

Имеется ряд ранее упоминавшихся коэффициентов, которые служат показателями на фондовом рынке:

Дивиденды из расчета на одну акцию

$$\frac{\text{Сумма дивидендов по простым акциям}}{\text{Количество простых акций на конец года}}$$

Коэффициент покрытия дивиденда

$$\frac{\text{Чистая прибыль – Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Сумма дивидендов по простым акциям}}$$

Коэффициент доходности дивиденда

$$\frac{\text{Дивиденд на одну акцию}}{\text{Рыночная стоимость акции}}$$

Доходность капитала

$$\frac{\text{Чистая прибыль – Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Собственный капитал – Привилегированные акции}}$$

Долгосрочное финансирование

Прибыль на одну акцию

Чистая прибыль – Дивиденды по привилегированным акциям

Количество простых акций

Отношение цены к прибыли на акцию

Рыночная цена акции

Прибыль на одну акцию