6.2. РАЗРАБОТКА МОДЕЛИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Волокобинский М.Ю., д.т.н., заведующий кафедрой, кафедра «Математика и бизнес-информатика»;
Михайличенко Е.М., магистрант, кафедра «Математика и бизнес-информатика»;
Васькова А.В., магистрант, кафедра «Математика и бизнес-информатика»

Финансовый университет при Правительстве РФ, г. Москва

В статье рассмотрены подходы к формированию оптимальной модели структуры капитала при инвестировании в развитие предприятия. Приведен анализ принятия обоснованного решения по формированию оптимальной модели кредитного портфеля при дополнительном инвестировании. Сегодня Российская Федерация находится в разгаре глубокого экономического кризиса. Обострению экономических проблем способствовали различные факторы, среди которых падение цен на нефть, экономические санкции, а также ослабление внутреннего рынка. Экономические санкции привели к изоляции государства на международных рынках, ужесточив последствия падения цен на нефть. Именно политическая нестабильность в РФ вызывает наибольшие вопросы в отношении краткосрочного экономического роста. Таким образом, компания должна самостоятельно планировать свою деятельность в постоянно изменяющихся экономических условиях. Выбор источников финансирования является ключевым фактором в финансово-хозяйственной деятельности компании. Такими источниками могут быть: дополнительная эмиссия обычных акций, дополнительная эмиссия привилегированных акций, привлечение долгосрочного банковского кредита. В зависимости от стоимости данных источников и их доли в капитале определяется средневзвешенная стоимость капитала, которая является основным показателем при принятии управленческого решения.

Выбор оптимальной структуры капитала при финансировании финансово-хозяйственной деятельности компании во многом зависит от стоимости источников финансирования и их доли в капитале. Можно согласиться с мнением О.В. Ломтатидзе [5, с. 46], что расчет ставки дисконтирования по модели средневзвешенной стоимости капитала (weighted average cost of capital, ***WACC***), впервые введенной в научно-практическое применение Ф. Модильяни и М. Миллером в 1958 г. [13], и модели оценки долгосрочных активов ***CAPM*** (capital asset pricing model) представляет собой методологически неочевидную процедуру. Смысл модели ***CAPM***, разработанной Г. Марковитцем в 1950-х гг., заключается в понятии требуемой (рыночной) доходности собственного капитала как безрисковой ставки доходности, увеличенной на риски. Проблематика расчета итоговых ставок состоит в исследовании вариантов обоснования полученного результата по ставке.

По мнению авторов, также имеет смысл подход Т. Вашакмадзе к разработке методики расчета стоимости собственного капитала с учетом корректировки на страновой риск [3]. Следует обратить внимание на критические замечания к методологии расчета показателя ***WACC*** в работе ученых Базельского университета (Швейцария) [14], подтверждающие, что возможны разработки усовершенствованного расчета структуры капитала в зависимости от конкретной ситуации и с более детальным анализом допущений по сравнению с общепринятым подходом, например, рассмотренным А. Дамодараном в [12].

Цель исследования заключается в разработке модели формирования структуры финансирования инвестиционных проектов предприятия на основе анализа влияния инвестиционных инструментов на показатель средневзвешенной стоимости капитала. Разработанная модель апробирована на примере формирования оптимального кредитного портфеля Публичного акционерного общества (ПАО) «Ростелеком».

Объектом исследования является совокупность методов и механизмов формирования оптимальной модели кредитного портфеля при дополнительном финансировании.

Теоретической и методологической основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых в области инвестирования, выбора кредитного портфеля. Одними из первых ученых, которые произвели исследования в рамках неоклассической теории финансов были Г. Марковиц, У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли, Ф. Модильяни, М. Х. Миллер. Их теории были направлены на изучение финансовых рынков и инвестиций.

Научные основы теории финансового обеспечения инвестиционной деятельности получили свое развитие в трудах русских ученых, таких как В.М. Аньшина, В.С. Баландина, В.С. Барда, А.В. Воронцовского, Д.А. Ендовицкого, Н.В. Игошина, В.В. Ковалева, Е.А. Кондрашиной, М.А. Лимитовского, И.В. Липсица, Ю.А. Маленкова.

Вопросами финансового анализа производственных инвестиций и инвестиционного менеджмента в разное время занимались В.В. Ковалев, Е.М. Четыркин, Я.С. Мелкумов, И.А. Бланк, Л. Крушвиц.

Данная тема была освещена в статье «Формирование инвестиционного портфеля предприятия в международной среде» К.А. Попковой, Е.П. Покатаевой, Е.А. Яковлевой. В научной работе предложен механизм формирования инвестиционного портфеля фирмы в международной среде, который дает возможность инвестору учитывать собственные приоритеты и создавать равновесие между риском и доходом. Однако в данной статье нет расчетов прикладного характера, которые позволят сформировать оптимальный кредитный портфель.

В.В. Мануйленко также рассмотрен вопрос формирования кредитного портфеля в статье «Риск-ориентированный подход к формированию кредитного портфеля коммерческого банка: инновационный аспект». В научной работе основной упор сделан на существующей российской регулятивной модели формирования кредитного портфеля. Но узкая направленность работы В.В. Мануйленко не позволяет применять результаты исследования более широкому сектору экономики.

Информационной базой исследования явились материалы конференций, справочные материалы, базы данных сети Интернет, систематизированные и обработанные нами, данные ПАО «Ростелеком».

Практическая значимость работы состоит в возможности использования данной технологии для формирования оптимальной модели кредитного

портфеля финансирования при дополнительном инвестировании на примере ПАО «Ростелеком».

Основные задачи совершенствования экономики предопределяют необходимость активной инвестиционной деятельности российских организаций [4, с. 71]. На успех и достижения инвестирования денежных средств российских организаций во многом влияет выбор оптимальной модели кредитного портфеля. Данная модель формируется с учетом показателя средневзвешенной стоимости капитала ***WACC***. Значимость принятия обоснованного решения по формированию оптимальной модели кредитного портфеля компании с учетом ***WACC*** определяется тем, что затраты на инвестиционный капитал будут служить гарантией гибкого и эффективного реагирования на изменение условий рыночной конъюнктуры и поддержания конкурентоспособности [1, с. 137].

Практика показывает, что в настоящее время в Российской Федерации формирование оптимальной модели кредитного портфеля компании при дополнительном инвестировании основано на учете показателей:

- прибыльности организации;
- платежеспособности.

Однако мировая практика инвестирования основана на учете показателя средневзвешенной стоимости капитала и определении стоимости фирмы путем капитализации ее чистой операционной прибыли с постоянной ставкой.

Исследование основных экономических показателей ведущих российских компаний, проведенное на основе рейтингов журнала «Эксперт», показало, что наиболее успешным ПАО является «Ростелеком», которое занимает 28-е место. Чистая прибыль на конец 2015 г. составила 37 807,00 млн. руб., что свидетельствует о ее стабильности в условиях экономического кризиса и санкций, что позволило в 2016-2017 гг. планировать и осуществлять инвестиции в модернизацию сети «Ростелеком», в Федеральную программу «Устранение цифрового неравенства» в Астраханской области.

Показатель средневзвешенной стоимости капитала ***WACC*** ПАО «Ростелеком» характеризует относительный уровень общей суммы расходов по обеспечению каждого источника финансирования и представляет собой средневзвешенную стоимость капитала [9, с. 14-21].

Для вычисления ***WACC*** ПАО «Ростелеком» воспользуемся формулой:

$$WACC = k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{E + D} + k_e \times \frac{E}{E + D},$$

где k_d – рыночная ставка по используемому компанией заемному капиталу, %;

T – ставка налога на прибыль, доли ед.;

D – стоимость заемного капитала компании, ден. ед.;

E – стоимость собственного капитала компании, ден. ед.;

k_e – рыночная ставка доходности собственного капитала компании, %.

Используя данную зависимость можно определить оптимальную модель кредитного портфеля ПАО «Ростелеком». Для этого рассмотрим три варианта финансирования инвестиций: эмиссия привилегированных акций, эмиссия обыкновенных акций, долгосрочный банковский кредит. Исходными данными проекта являются инвестиции в размере 74 761 млн. руб. Согласно прогнозу, в 2017 г. планируется получение чистой прибыли в размере 28 020,67 млн. руб., при этом 33% будет выплачено в качестве дивидендов. Таким образом, в распоряжении предприятия после выплаты дивидендов останется 18 778,67 млн. руб. чистой прибыли, которую планируется направить на дополнительное финансирование инвестиционного проекта. Стоимость источника финансирования составит 4,84%. В этом же году амортизация составит 51 728,5 млн. руб. Таким образом, компания может финансировать капиталовложения на сумму 18 778,67 + 51 728,5 = = 70 507,17 млн. руб. за счет внутренних источников. Таким образом, для финансирования проекта необходимо дополнительно привлечь средства в размере 4 253,833 млн. руб.

Рассмотрим несколько вариантов источников формирования оптимальной структуры дополнительного финансирования.

Вариант 1 дополнительного финансирования. Финансирование инвестиционного проекта за счет дополнительных эмиссий обыкновенных акций (в размере 4 000 млн. руб.) и привлечения банковского кредита (в размере 253,83 млн. руб.) при проценте за кредит, равном 11%. При таком уровне ставки процента за кредит эффективная ставка процента (с учетом налогового корректора) составит 0,11 * (1 – 0,4) = 0,066, или 6,6% (где 0,4 – ставка налога на прибыль).

В табл. 1 представлены расчетные данные показателей «доля в балансовой стоимости», «стоимость источника» в зависимости от исходных данных (балансовой стоимости и источников капитала).

Таблица 1

ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА ЗА СЧЕТ ДОПОЛНИТЕЛЬНОЙ ЭМИССИИ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ

Источники капитала	Балансовая стоимость, млн. руб.	Доля в балансовой стоимости, %	Стоимость источника, %
Долгосрочная задолженность (облигационный заем)	25 448	7,056	7,96
Кредит	253,8333333	0,070	11
Привилегированные акции	109	0,030	16,87
Новые обыкновенные акции	4 000	1,11	29,66
Нераспределенная прибыль	314 237	87,14	4,84
Обыкновенные акции	16 574	4,59	4,84
Итого	360 621,8333	100	–

Расчет оптимальной структуры и формы финансирования на основе данных табл. 1 позволил вычислить показатель ***WACC*** при дополнительной эмиссии обыкновенных акций $WACC_1$ = 5,1%.

Таким образом, стоимость новой эмиссии акций достаточно высокая. В связи с этим при осуществлении данного варианта финансирования проекта средневзвешенная стоимость капитала увеличивается.

Вариант 2 дополнительного финансирования. Финансирование инвестиционного проекта за счет дополнительной эмиссии привилегированных акций [2, с. 103]. В табл. 2 представлены расчетные данные показателей «доля в балансовой стоимости», «стоимость источника» в зависимости от исходных данных (балансовой стоимости и источников капитала).

Таблица 2

ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА ЗА СЧЕТ ДОПОЛНИТЕЛЬНОЙ ЭМИССИИ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ

Источники капитала	Балансовая стоимость, млн. руб.	Доля в балансовой стоимости, %	Стоимость источника, %
Долгосрочная задолженность (облигационный заем)	25 448	7,056	7,96
Привилегированные акции	109	0,030	16,87
Новые привилегированные акции	4 253,833	1,18	6,6
Нераспределенная прибыль	314 237	87,14	4,84
Обыкновенные акции	16 574	4,59	4,84
Итого	360 621,8333	100	–

Расчет оптимальной структуры и формы финансирования на основе данных табл. 2 позволил вычислить показатель ***WACC*** при дополнительной эмиссии привилегированных акций $\boldsymbol{WACC_2}$ = 4,84%.

По данным табл. 2 можно сделать вывод, что при дополнительной эмиссии привилегированных акций собственный капитал увеличится и это улучшит финансовую устойчивость предприятия, его платежеспособность в долгосрочном периоде, а соответственно, снизит уровень финансового риска.

Вариант 3 дополнительного финансирования. Финансирование инвестиционного проекта за счет привлечения долгосрочного банковского кредита. В табл. 3 представлены расчетные данные показателей: «доля в балансовой стоимости», «стоимость источника» в зависимости от исходных данных (балансовой стоимости и источников капитала).

Таблица 3

ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА ЗА СЧЕТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ДОЛГОСРОЧНОГО БАНКОВСКОГО КРЕДИТА

Источники капитала	Балансовая стоимость, млн. руб.	Доля в балансовой стоимости, %	Стоимость источника, %
Долгосрочная задолженность (облигационный заем)	25 448	7,056	7,96
Долгосрочный банковский кредит	4 253,83	1,17	11
Привилегированные акции	109	0,030	16,87
Нераспределенная прибыль	314237	87,14	4,84
Обыкновенные акции	16 574	4,59	4,84
Итого	360 621,8333	100	–

Расчет оптимальной структуры и формы финансирования на основе данных табл. 3 позволил вычислить показатель ***WACC*** при долгосрочном банковском кредите $\boldsymbol{WACC_3}$ = 5,54%.

Несмотря на положительную публичную кредитную историю компании, привлечение банковского кредита в сумме 4253,83 млн. руб. возможно только при высоком проценте за кредит, равном 11%. При таком уровне эффективная ставка процента (с учетом налогового корректора) составит 6,6%, который представляет собой «налоговой щит», который позволит снизить стоимость кредита, но не позволит сделать его более дешевым источником финансирования. Средневзвешенная стоимость капитала при финансировании проекта за счет привлечения банковского кредита равна 5,54%.

Выбор оптимальной структуры и формы финансирования заключаются в выборе наименьшего показателя ***WACC*** из трех вариантов источников дополнительного финансирования, которые представлены на рис 1.

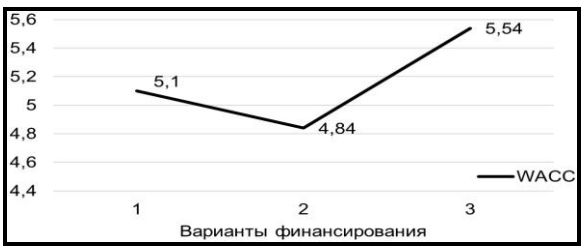

Рис. 1. Выбор оптимальной модели кредитного портфеля

Таким образом, оптимальным вариантом финансирования является вариант 2, при котором средневзвешенная стоимость капитала минимальна за счет дополнительной эмиссии привилегированных акций (***WACC*** = 4,84%).

Поэтому финансирование инвестиционного проекта, согласно варианту 2, должно быть приоритетным для руководства компании ПАО «Ростелеком» при планировании текущей и плановой финансовой деятельности.

Также формирование оптимальной модели кредитного портфеля компании осуществляется при определении стоимости фирмы путем капитализации ее чистой операционной прибыли с постоянной ставкой по модели Модильяни–Миллера.

Показатель стоимости фирмы финансово зависимой формы (***VL***) ПАО «Ростелеком» характеризует степень корреляции между ***WACC*** и отношением долгосрочной кредитной задолженности (***D***) к собственному капиталу (чистым активам) компании (утверждение 1).

Для вычисления ***VL*** ПАО «Ростелеком» воспользуемся формулой:

$$VL = VU = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{k_{sU}}, \qquad (2)$$

где ***VL*** – стоимость фирмы, использующей заемный капитал;

VU – стоимость финансово независимой фирмы;

k_{sU} – требуемая доходность для фирмы, не использующей заемный капитал.

Поскольку ***V***, как определено формулой, величина постоянная, то по модели Модильяни–Миллера при отсутствии налогов стоимость организации не зависит от метода ее финансирования. Из этого следует, что:

- средневзвешенная цена капитала ***WACC*** – для любой организации, с применением заемного капитала или без него, – совершенно не зависит от ее структуры;
- ***WACC*** – для всех предприятий одной группы риска равна цене акционерного капитала финансово независимой организации из данной группы риска.

Стоимость акционерного капитала фирмы, которая использует заемный капитал, k_d, равна сумме цены акционерного капитала фирмы, которая не использует заемный капитал данной группы риска и премии за риск, размер которой зависит не только от разницы между ценами акционерного и заемного капитала, но и от уровня соотношения заемного и собственного капитала (утверждение 2) [6, с. 371].

Данное утверждение рассчитывается по формуле:

$$k_{sL} = k_{sU} + (k_{sU} - k_d) * \frac{D}{S}, \qquad (3)$$

где ***D*** – рыночная стоимость заемного капитала фирмы;

S – рыночная стоимость акционерного капитала фирмы;

k_d – постоянная стоимость заемного капитала.

Утверждение 2 констатирует, что при увеличении доли заемного капитала организации стоимость ее акционерного капитала соответственно увеличивается, причем математически точным образом.

Из рассмотренных двух утверждений следует, что увеличение доли заемного капитала в структуре источников не увеличивает стоимость фирмы. Выгоды от более дешевого заемного капитала в точности равны увеличению уровня риска и, соответственно, цене акционерного капитала [7, с. 126].

Таким образом, теория Модильяни–Миллера утверждает, что в отсутствие налогов как стоимость фирмы, так и общая цена ее капитала не зависят от структуры источников [8, с. 36-40].

Рассмотрим иллюстрацию модели Модильяни–Миллера на примере ПАО «Ростелеком». О фирме известно следующее.

1. В настоящее время фирма не имеет заемных средств; весь ее капитал акционерный.
2. ***EBIT*** = 12 426 554 млн. руб. Увеличение показателя ***EBIT*** со временем не прогнозируется.
3. Всю свою прибыль фирма выплачивает в виде дивидендов.
4. Фирма может привлечь заемный капитал, при этом цена источника (k_d) составит 4,84%. Эта ставка процента постоянна и не зависит от величины сделанного займа. Весь заемный капитал будет использован для погашения обыкновенных акций, так что активы фирмы останутся неизменными.
5. Риск активов и, следовательно, ***EBIT*** таков, что акционеры требуют доходность (k_d), равной 9,1%, при условии, что заемный капитал не привлекается.

При отсутствии налогов:

VL = 136 555 538,50 млн. руб.

Если фирма использует заемный капитал 4 253,83 млн. руб., рыночная стоимость ее акций должна составлять 136 551 284,667 млн. руб.:

k_{sL} ***= 13,36%;***

WACC = 5,1%.

Таким образом, в условиях предпосылок Модильяни–Миллера и при отсутствии налогов способ финансирования не имеет значения: стоимость фирмы и общая цена ее капитала не зависят от величины заемного финансирования [10, с.101].

Также выбор оптимальной модели кредитного портфеля компании заключается в определении влияния финансового рычага на стоимость капитала и оценку всего капитала по модели Модильяни–Миллера без налогов, результаты модели представлены на рис. 2.

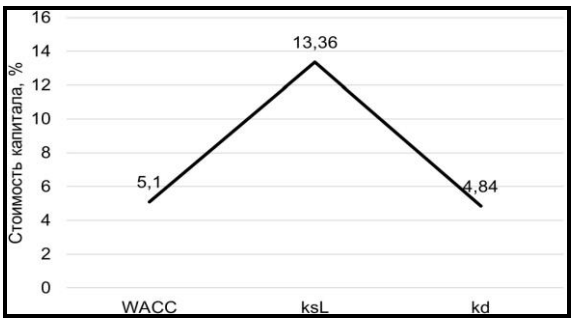

Рис. 2. Влияние финансового рычага на стоимость капитала и оценку всего капитала по модели Модильяни–Миллера без налогов

Таким образом, при формировании оптимальной модели кредитного портфеля по модели Модильяни–Миллера цена фирмы и стоимость капитала фирмы ***WACC*** не зависят от структуры капитала.

По результатам исследования можно сделать следующие выводы:

- оптимальным вариантом финансирования является вариант при ***WACC*** = 4,84%, при котором средневзвешенная стоимость капитала минимальна за счет дополнительной эмиссии привилегированных акций;
- по модели Модильяни–Миллера цена фирмы и стоимость капитала фирмы ***WACC*** не зависят от структуры капитала.

Однако большое количество факторов может воздействовать на оптимальность структуры капитала, что является основной проблемой при решении подобной задачи. Решения об оценке инвестиционного проекта принимаются в разных условиях и при различных схемах финансирования. Сложность системы финансирования деятельности компании заключается в том, что она не является постоянной даже в устойчивой экономике.

В стабильном состоянии осуществления своей деятельности и при увеличении масштабов производства компания должна иметь стабильную структуру кредитного портфеля, который будет оптимален для данного вида бизнеса. В простых случаях выделяют только собственные и заемные средства, но для полного исследования эффективности деятельности организации необходимо использовать более детально подразделение источников финансирования инвестиционного проекта.

Еще при одном подходе считается, что структура кредитного портфеля не влияет на стоимость компании. Так, Модильяни и Миллер определили, что выбор соотношения между собственным и заемным капиталом не влияет на стоимость капитала, и, соответ-

ственно, предприятия в целом. С помощью рассматриваемого неоклассического подхода затруднительно рассчитать полную оценку в современных российских условиях, поэтому подход следует дополнить анализом факторов развития российской экономики с учетом того, что ***WACC*** не является устойчивой величиной для оценки ставки дисконтирования. Данный показатель включает заемный капитал, и, следовательно, риск вложения увеличивается при росте доли используемого привлеченного капитала. Также в реальных условия возникают ситуации конфликта между менеджерами и владельцами собственного капитала, что не учитывается в подходе Модильяни–Миллера [11, с. 90-97]. Теория Модильяни–Миллера предполагает распространение принятой мировой практики эффекта финансового левериджа на российские условия, что недостаточно полно учитывает современные условия функционирования экономики РФ.

Литература

1. Абрамян Г.В. Программные продукты инвестиционного и финансового анализа сферы услуг [Текст] / Г.В. Абрамян // Экономика и управление в сфере услуг: перспективы развития : мат-лы II Ежегодной межвуз. науч.-практ. конф. – СПб. : СПб. гуманит. ун-т профсоюзов. – 2006. – 137 с.
2. Васькова А.В. Модель учебно-методической информационной системы «Линейное программирование» [Текст] / А.В. Васькова, Е.М. Михайличенко // Шаг в будущее: теоретические и прикладные исследования современной науки : мат-лы 7-й молодёжной междунар. науч.-практ. конф. студентов, аспирантов и молодых ученых. – СПб. : НИЦ «Открытие», 2015. – 103 с.
3. Вашакмадзе Т. Методические рекомендации по расчету стоимости собственного капитала для российских непубличных компаний [Электронный ресурс] / Т. Вашакмадзе. URL: http://www.cfo-russia.ru/stati/?article=6069.
4. Гаджиев М.М. и др. Анализ стоимости капитала предприятия для оценки экономической эффективности [Электронный ресурс] / М.М. Гаджиев, Е.А. Яковлева, Я.Г. Бучаев // Управление экономическими системами: электронный науч. ж-л. – 2013. —- №10. – С. 71.
5. Ломтатидзе О.В. Расчет ставки дисконтирования для целей МСФО: общая методология [Текст] / О.В. Ломтатидзе // Аудиторские ведомости. – 2015. – №4. – С. 46-56.
6. Михайличенко Е.М. Методы повышения конкурентоспособности индивидуальных предпринимателей на основе использования технологий «Интернет - маркетинга» [Текст] / Е.М. Михайличенко, Г.В. Абрамян // Информационно-телекоммуникационные системы и технологии : Всеросс. науч.-практ. конф. / Кузбасский госуд. техн. ун-т им. Т.Ф. Горбачева. – Кемерово, 2015. – С. 101, 271.
7. Никифоров А.А. Проблемы инвестиций в российской экономике [Текст] / А.А. Никифоров // Россия и Санкт-Петербург: экономика и образование в XXI веке : науч. сессия профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 2013 г. : сб. докл. – СПб. : Изд-во Экон. ун-та, 2014. – С. 371.
8. Никифорова В.Д. Рынок ценных бумаг – важнейший сегмент финансового рынка [Текст] /В.Д. Никифорова, Ю.Е. Путихин; Фин. ун-т при Правительстве РФ, СПб. филиал. – СПб. : Изд-во Политехн. ун-та, 2015. – 126 с.
9. Пекарская О.А. Основные системы управления запасами [Текст] / О.А. Пекарская // Образование, экономика, общество. – 2011. – №4-5. – С. 36-40.
10. Путихин Ю.Е. К вопросам анализа эффективности инвестиционных проектов. Оценка отрицательных денежных потоков [Текст] / Ю.Е. Путихин, М.С. Власова // Уч. зап. СПб. академ. ун-та. – 2014. – №1. – С. 14-21.
11. Фролова В.А. и др. Оптимизация источников финансирования предпринимательской деятельности [Текст] / В.А. Фролова, Л.А. Горлова, В.В. Шнайдер // Вестн. СамГУПС. – 2016. – №1. – С. 90-97.
12. Damodaran A. Equity Risk premiums (ERP): determinants, estimation and Implications – the 2011 edition [Electronic resource] / Aswath Damodaran. – 2011. URL: http://ssrn.-com/abstract=1769064.
13. Modigliani F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment [Text] / F. Modigliani, M. Miller // American economic review. – 1958. – Vol. 48. – Pp. 261-297.
14. Matthias C. et al. WACC calculations in practice: incorrect results due to inconsistent assumptions – status quo and improvements [Electronic resource] / Matthias C. Grüninger, Axel H. Kind // Accounting and finance research. – 2013. – Vol. 2 ; no. 2. URL: http://www.sciedu.ca/journal/index.php/afr/article/viewFile/2694/1550/

Ключевые слова

Структура капитала; средневзвешенная стоимость капитала; модель ***CAPM***; инвестиционный капитал; эмиссия привилегированных и обыкновенных акций; долгосрочный банковский кредит.

Волокобинский Михаил Юрьевич
E-mail: MYVolokobinskij@fa.ru

Михайличенко Екатерина Михайловна
E-mail: MYVolokobinskij@fa.ru

Васькова Анастасия Викторовна
E-mail: nastya-363@yandex.ru

РЕЦЕНЗИЯ

Статья доктора технических наук, профессора, заведующего кафедрой «Математика и бизнес-информатика» Санкт-Петербургского филиала Федерального государственного образовательного бюджетного учреждения высшего образования (ГОБУ ВО) «Финансовый университет при Правительстве РФ», Волокобинского Михаила Юрьевича и магистрантов Михайличенко Екатерины Михайловны и Васьковой Анастасии Викторовны подготовлена в соответствии с основным направлением развития научной школы теории и методологии управления финансовыми потоками в Санкт-Петербургском филиале ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ». Развиваемый научной школой Санкт-Петербургского филиала Финансового университета подход компромисса между нормативной и позитивной методологиями и принятием наиболее соответствующей сложившейся экономической действительности гипотезе вместо выбора наиболее правильной.

В статье рассмотрен вопрос о формировании модели оптимальной структуры капитала при инвестировании в развитие предприятия с учетом доли в капитале источников финансирования финансово-хозяйственной деятельности организации. Авторами предложена модель формирования структуры финансирования инвестиционных проектов на основе анализа влияния инвестиционных инструментов на показатель средневзвешенной стоимости капитала. В качестве примера рассмотрено, с одной стороны, решение научной задачи, с другой стороны – апробирована модель формирования оптимального кредитного портфеля Публичного акционерного общества (ПАО) «Ростелеком».

Для данной организации рассматривается поведение показателя средневзвешенной стоимости капитала, что позволяет определить оптимальную модель кредитного портфеля. Изучены несколько вариантов источников формирования оптимальной структуры дополнительного финансирования. Авторы показывают, что оптимальным вариантом финансирования является вариант, при котором средневзвешенная стоимость капитала минимальна за счет дополнительной эмиссии привилегированных акций.

Результаты исследования, приведенные в статье, могут быть использованы для принятия решения об оценке инвестиционного плана как в ПАО «Ростелеком», так и в других организациях.

Статья имеет научную и практическую значимость, удовлетворяет требованиям, предъявляемым к публикуемым научным работам, и может быть опубликована в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Кошелева Т.Н.. д.э.н., профессор, Санкт-Петербургский университет технологий управления и экономики, г. Санкт-Петербург.