

- категорий граждан на железнодорожном транспорте пригородного сообщения как важной социальной услуги / М. А. Буранкова // Актуальные вопросы современной экономики. – 2018. – № 6. – С. 110–118.
2. Волкова, Е. М. Выбор модели развития пригородного транспортного комплекса с учетом мирового опыта функционирования региональных пассажирских перевозок / Е. М. Волкова // Транспортные системы и технологии. – 2016. – № 3. – С. 57–69.
 3. Дунаев, О. Н. Транспортно-логистическая платформа для мультимодальных пассажирских перевозок / О. Н. Дунаев, А. В. Гуц // Мир транспорта. – 2019. – Т. 17. – № 2 (81). – С. 92–102.
 4. Кобзева, М. Пригородные перевозки – печальные перспективы [Электронный ресурс] / М. Кобзева // ЖД.РФ. – 15 мая 2013. – Режим доступа: <http://www.zdrf.org/posts/51932d396cba92000200001f>.
 5. Колин, А. В. Проблемы и перспективы развития мультимодальных пассажирских перевозок с использованием железнодорожного транспорта / А. В. Колин, Д. Ю. Роменский // Транспортное дело России. – 2018. – № 2. – С. 104–107.
 6. Концепция развития пригородных пассажирских перевозок железнодорожным транспортом. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 19 мая 2014 года N 857-р. // Электронный фонд нормативно-технической и нормативно-правовой информации Консорциума «Кодекс»: <https://docs.cntd.ru/document/499097146?marker=6560IO>.
 7. Курошева, Г. М. Проблемы и перспективы развития пригородных пассажирских перевозок на железнодорожном транспорте / Г. М. Курошева, О. Г. Леонова // Транспортное дело России. – 2016. – № 1.
 8. Самуйлов, В. М. Развитие ускоренных пригородных пассажирских перевозок с применением инновационного подвижного состава «Ласточка» / В. М. Самуйлов, С. В. Кириленко, Т. А. Каргапольцева // Инновационный транспорт. – 2019. – № 2 (32). – С. 16–22.
 9. Слаутенко, Н. С. Совершенствование структуры управления пригородным пассажирским комплексом ОАО «РЖД» / Н. С. Слаутенко // Актуальные проблемы экономики и менеджмента. – 2016. – № 2 (10). – С. 52.
 10. Суюнчев, М. М. Развитие механизмов государственного регулирования, создающих условия для привлечения и защиты инвестиций в инфраструктурные отрасли (на примере железнодорожного транспорта) / М. М. Суюнчев, О. О. Мозговая, Д. В. Агафонов. – М. – 2016. Электронный ресурс: <https://em.ranepa.ru/files/docs/The-Development-of-Mechanisms-of-State-Regulation.pdf>.
 11. Терешина, Н. П. Интегральный эффект повышения скоростных режимов в сегменте «пригород-город-пригород» / Н. П. Терешина, О. Г. Чуверина // Актуальные вопросы экономики транспорта высоких скоростей. Сборник научных статей национальной научно-практической конференции; под ред. Н. А. Журавлевой. – Санкт-Петербург, 2020. – С. 238–244.

УДК 336.7

СТРУКТУРА СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА И ЭФФЕКТ ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА

Пятницкий Д.В., д.э.н., доц., проф.

*Ивановский государственный политехнический университет,
г. Иваново, Российская Федерация*

Реферат. Предложена модель факторного анализа рентабельности акционерного капитала для оценки влияния на нее объема, стоимости и структуры заемного и привилегированного капитала. Оценено влияние приватизационных префакций на рентабельность акционерного капитала. Предложено подразделять эффект финансового (долгового) рычага на постоянную, не зависящую от структуры собственного капитала, и вариативную часть, зависящую от доли префакций в уставном капитале. Определена вероятная доля вариативной части в совокупном эффекте финансового (долгового) рычага.

Ключевые слова: заемные средства, финансовый рычаг, левиредж, эффект финансового рычага, рентабельность капитала, префакции, структура собственного капитала, плечо финансового рычага.

Рентабельность капитала – важнейший влияющий на ценность компании показатель, находящийся в центре внимания финансовых аналитиков, менеджеров, управляющих финансами [3]. Проблемные, а также экономико-математические аспекты эффекта финансового рычага затронуты в работах Ю.В. Кириллова, Е.Н. Назимко [1], Г.В. Савицкой [4], П.С. Салмина, Н.А. Салминой [5].

Как правило, компания финансирует свою деятельность путем привлечения заемного (ЗК) и собственного (СК), в том числе обыкновенного (SC) и привилегированного (ПК) капитала. Дивиденды по префакциям могут быть в основном трех видов: 1) фиксированными, 2) как по обыкновенным акциям и 3) зависимыми от чистой прибыли компании (такие дивиденды предусматривались по приватизационным префакциям). Префакции первого вида (классические префакции) распространены в англосаксонских странах. В России в обращении находятся в основном префакции второго (Сбербанк, Татнефть, Ростелеком, Башнефть, Нижнекамскнефтехим и др.) и третьего (Мечел, Сургутнефтегаз, Ленэнерго и Россети и др.) видов. Количество привилегированных акций в России со времен массовой приватизации сильно упало, востребованность этого инструмента компаниями снизилась. Однако, несмотря на то, что дивиденды по привилегированным акциям не создают налоговой защиты, префакции с фиксированными дивидендными выплатами (пока не популярны в России) могут существенно повысить рентабельность акционерного (обыкновенного) капитала. Высокорентабельные компании могут выплачивать миноритарным акционерам повышенные дивиденды, что увеличивает спред (отношение курсов акций и префакций) по классическим и приватизационным префакциям. Для префакций с дивидендами, как по обыкновенным акциям, этот фактор, скорее, нейтральный. Высокий курс акций компании снижает вероятность для нее превратиться в объект поглощения.

Предположим, что компания выпустила префакции двух видов. Дивиденды по префакциям первого вида (классическим префакциям) начисляются в фиксированных суммах (DIV_P), а второго вида (приватизационным префакциям) – составляют определенную долю чистой прибыли (k_P):

$$СК = SC + ПК = SC + ПК_F + ПК_V, \quad (1)$$

где $ПК_F$ – балансовая стоимость привилегированного капитала, привлеченного с помощью префакций с фиксированными дивидендными выплатами; $ПК_V$ – балансовая стоимость привилегированного капитала, представленного префакциями, дивиденды по которым составляют долю k_P от чистой прибыли; SC – балансовая стоимость обыкновенного капитала, представленного обыкновенными акциями.

Поскольку на дивиденды по приватизационным префакциям идет k_P процентов чистой прибыли, то правомерно в качестве их балансовой стоимости $ПК_V$ принять k процентов от собственного капитала компании:

$$ПК_V = k_P \cdot СК, \quad (2)$$

Балансовая стоимость ($ПК_F$) привилегированного капитала с фиксированными выплатами определяется на базе эмиссионной стоимости таких префакций. Балансовая стоимость акционерного капитала (SC) определяется остаточным методом и равна величине собственного капитала за вычетом балансовой стоимости всего привилегированного капитала. Она является функцией доли чистой прибыли k , направляемой на выплаты дивидендов по приватизационным префакциям:

$$SC(k_P) = СК \cdot (1 - k_P) - ПК_F. \quad (3)$$

Если компания должна выплачивать не только фиксированные дивиденды по префакциям, но и переменные дивиденды, составляющие долю k_P чистой прибыли, то чистая прибыль (SP) на обыкновенный капитал (иначе, базовая прибыль) зависит от выплат по старшим по отношению к обыкновенным акциям ценным бумагам (облигациям и префакциям) так [2]:

$$SP = (EBIT - (FE_{EBIT} + FE_{BA})) (1 - t_E) (1 - k_P) - DIV_P, \quad (4)$$

где $EBIT$ – прибыль до уплаты процентов и налогов; FE_{k_P} – доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов по приватизационным префакциям; DIV_P – фиксированные дивиденды по классическим префакциям; FE_{EBIT} – проценты к уплате,

относимые на в бухгалтерском учете на прочие расходы; FE_{BA} – капитализируемые в бухгалтерском учете проценты (эти проценты также уменьшают налогооблагаемую прибыль в налоговом учете); t_E – эффективная ставка налога на прибыль.

Путем преобразований (4) получим модель для анализа рентабельности обыкновенного капитала, которая складывается из рентабельности инвестированного капитала и эффектов финансового рычага, созданного заемным ($ЗК$) и привилегированным капиталом с фиксированными дивидендными выплатами ($ПК_F$):

$$RSC = RIC + (RIC - r_d(1 - t_E)) \frac{ЗК}{СК} + (ROE - r_p) \frac{ПК_F}{SC(k_p)}, \quad (5)$$

где RSC – рентабельность обыкновенного капитала; RIC – рентабельность инвестированного капитала; r_d – цена заемного капитала; t_E – эффективная ставка налога на прибыль; ROE – рентабельность собственного капитала; r_p – цена привилегированного капитала, привлеченного с помощью префакций с фиксированными дивидендными выплатами.

Модель анализа рентабельности капитала такой структуры (5) может быть использована для оценки влияния на RSC доли k_p чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов по приватизационным префакциям. Поскольку балансовая стоимость акционерного капитала SC является функцией (3) доли k_p , то (см. (5)) чем выше k_p , тем ниже SC и тем выше (при $ROE > r_p$) эффект финансового рычага, связанный с классическими префакциями и дифференциалом $ROE - r_p$, а также тем выше рентабельность RSC . Ставка процента по привлекаемому заемному капиталу не зависит от распределения собственного капитала на акционерный и привилегированный капитал. Она зависит от плеча финансового (долгового) рычага ($ЗК/СК$).

Эффект финансового (долгового) рычага $ЭФР_{ЗК}$ – это прирост рентабельности обыкновенного капитала, связанный с привлечением заемного капитала, а эффект финансового (префакционного) рычага $ЭФР_{ПК}$ – это прирост рентабельности обыкновенного капитала в связи с привлечением привилегированного капитала. Казалось бы, в (5) эффекту долгового рычага $ЭФР_{ЗК}$ соответствует второе слагаемое, а эффекту префакционного рычага $ЭФР_{ПК}$ – третье слагаемое. Однако третье слагаемое в (5) фактически составлено из 2 компонентов, из которых первый компонент представляет собой произведение эффекта долгового рычага на плечо префакционного рычага, а второй компонент является эффектом префакционного рычага:

$$RSC = RIC + (RIC - r_d(1 - t_E)) \frac{ЗК}{СК} + (RIC - r_d(1 - t_E)) \frac{ЗК}{СК} \cdot \frac{ПК_F}{SC(k_p)} + (RIC - r_p) \frac{ПК_F}{SC(k_p)}. \quad (6)$$

Поскольку в произведении эффекта долгового рычага на плечо префакционного рычага главными факторами являются дифференциал и плечо долгового рычага, то целесообразно отнести это слагаемое к проявлению эффекта не префакционного, а долгового рычага.

Эффект финансового (долгового) рычага представляет собой сумму 2-х составных частей:

$$ЭФР_{ЗК} = (RIC - r_d(1 - t_E)) \frac{ЗК}{СК} + (RIC - r_d(1 - t_E)) \frac{ЗК}{СК} \frac{ПК_F}{SC}. \quad (7)$$

Первый компонент $ЭФР_{ЗК}$ не зависит распределения собственного капитала на акционерный и привилегированный. Увеличив долю префакций с фиксированными выплатами в собственном капитале нельзя повысить величину этого компонента. Это постоянная (относительно доли акций и префакций (с фиксированными выплатами) в уставном капитале) часть эффекта финансового (долгового) рычага.

Величина второго компонента может быть повышена путем увеличения доли префакций (с фиксированными выплатами) в уставном капитале относительно доли акций. Это вариативная часть эффекта финансового (долгового) рычага.

Эффект финансового (префакционного) рычага может оказаться ниже вариационного компонента $ЭФР_{ЗК}$, если

$$r_p > RIC - (RIC - r_d(1 - t_E)) \frac{ЗК}{СК}. \quad (8)$$

Поскольку максимальная доля префакций в уставном капитале российских компаний равна 25 %, то максимальная доля вариативной части в общем эффекте финансового

(долгового) рычага может превысить 25 % только в тех случаях, когда балансовая стоимость акций в результате неэффективной (убыточной) деятельности окажется ниже балансовой стоимости префакций (при одинаковой номинальной стоимости акции и префакции). Как правило, доля постоянной части эффекта финансового (долгового) рычага в общем его эффекте должна быть значительно выше 75 %.

Для западных компаний, где доля префакций в уставном капитале может быть значительно выше, чем в России, доля вариационной части может достигать половины совокупного эффекта финансового (долгового) рычага (если доля префакций в уставном капитале компаний приближается к 50 %).

В заключение отметим, что вопрос, к эффекту какого рычага (долгового или префакционного) следует отнести вариационный компонент, может вызывать определенные споры, поскольку на его величину влияют одновременно два плеча (плечо долгового и плечо префакционного рычага). Бесспорно только, что это единственный компонент модели рентабельности акционерного капитала, для присутствия которого требуется наличие и заемного, и привилегированного капитала.

Предназначенные для стимулирования работников организаций приватизационные префакции давно уже поменяли своих первых владельцев на новых. Эти префакции могут снизить свободу финансового маневра компаний (например, по префакциям Мечела 20 % чистой прибыли направляется на выплату дивидендов). В этом случае при благоприятной рыночной конъюнктуре на фондовом рынке компаниям целесообразно выкупить приватизационные префакции. В то же время для увеличения востребованности классических привилегированных акций (с фиксированными дивидендами), повышения их ликвидности необходимо законодательно поднять максимальную долю префакций в уставном капитале до 50 %.

Список использованных источников

1. Кириллов, Ю. В. Экономико-математический анализ эффекта финансового рычага / Ю. В. Кириллов, Е. Н. Назимко // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 34. – С. 56–63.
2. Пятницкий, Д. В. Влияние префакций российских компаний на уровень и эффект финансового рычага / Д. В. Пятницкий // Экономический анализ: теория и практика. – 2015. – № 10 (409). – С. 2–15.
3. Пятницкий, Д. В. Две концепции финансового риска компании: анализ и синтез / Д. В. Пятницкий // Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством. – 2018. – № 04 (38). – С. 49–55.
4. Савицкая, Г. В. Проблемные аспекты определения эффекта финансового рычага / Г. В. Савицкая // Экономический анализ: теория и практика. – 2016. – № 5 (452). – С. 99–111.
5. Салмин, П. С. Параметрическое моделирование эффекта финансового рычага / П. С. Салмин, Н. А. Салмина // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – № 27 (378). – С. 27–34.

УДК 338

ИССЛЕДОВАНИЕ ГРУЗОФОРМИРОВАНИЯ ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНОГО ТРАНСПОРТА В УСЛОВИЯХ ПАНДЕМИИ

Ростовцев К.В., к.э.н., доц.

*Уральский государственный экономический университет,
г. Екатеринбург, Российская Федерация*

Реферат. *Статья посвящена вопросам исследования динамики выпуска отраслей, определяющих основную загрузку мощностей железнодорожного транспорта в 2020 году. В качестве базовой методологии исследования использован комплекс показателей, характеризующих грузопоток, перевозимый железнодорожным транспортом. Полученные результаты показывают общее снижение по отраслям производства угля и нефтепродуктов, при этом наблюдается устойчивый рост перевозок минеральных*