

УДК 336.647/.648

Проблемы обоснования выбора оптимальной структуры и определения стоимости капитала для фирм

Ревизцев Р. К., студент

*Россия, 105005, г. Москва, МГТУ им. Н.Э. Баумана,
кафедра «Финансы»*

*Научный руководитель: Пилюгина А.В., к.э.н., доцент
Россия, 105005, г. Москва, МГТУ им. Н.Э. Баумана
pilyuginaanna@bmstu.ru*

В условиях рыночной экономики перед менеджментом компаний остается актуальным вопрос о методах определения такого важного стратегического параметра предприятия как структура капитала.

Развитие компании во многом зависит от того, насколько оптимально выбрано соотношение собственных и заемных средств. С одной стороны, слишком низкая доля заемных средств означает недостаточное использование более дешевого источника финансирования, чем собственный капитал. Компания, в таком случае, не раскрывает всего своего потенциала, она получает меньше, чем могла бы. С другой стороны, чрезмерно высокое заимствование средств повышает риск неисполнения обязательств.

На практике, в частности в отношении российских компаний, слишком большая доля заемных средств в пассиве чаще всего означает существование проблем с финансированием, что является явным признаком нахождения компании на грани банкротства. Таким образом, чтобы бизнес развивался в полном объеме, очень важно разумно управлять капиталом организации, учитывая при этом все существенные факторы, которые могут варьироваться на различных этапах становления и развития компании.

Стоит сразу отметить, что невозможно разработать единый универсальный метод создания оптимальной структуры капитала. Необходимо всегда учитывать вид деятельности конкретной компании, специфику бизнеса, анализировать денежные оттоки и притоки, предвидеть возможные сценарии развития фирмы. Поэтому, как показывает практика, финансовое руководство большинства российских компаний сходится во мнении, что проблема оптимизации капитала носит индивидуальный характер и,

вследствие динамизма внешней среды, крайне редко использует какие-то определенные модели управления средствами. Чаще всего, менеджмент предпочитает ориентироваться на внутренние источники финансирования, опираясь на принципы так называемой *теории иерархий*. В рамках данной теории изменение структуры капитала происходит в связи с недостаточностью собственных средств, что происходит, как правило, при реализации выгодных инвестиционных проектов.

На первый взгляд, описанный выше подход очень примитивен, но, тем не менее, он может быть оправдан знаменитой теорией, предложенной Ф. Модильяни и М. Миллером, которая сводится к тому, что стоимость капитала предприятия не зависит от способа финансирования. Другими словами, управлять структурой собственных и заемных средств не имеет смысла. В классической версии эта теория действительно является верной, но только при наличии некоторых условий, таких как отсутствие налогообложения и наличия идеального рынка капитала. Модифицированная модель, учитывающая фактор налогообложения допускает наличие разумной доли заемного капитала, приносящего предприятию пользу. Возникает вопрос: Какая именно доля привлеченного капитала должна быть в пассиве баланса, чтобы обеспечить фирме максимально возможную рыночную стоимость и в то же время минимизировать все издержки обслуживания используемых источников?

Дискуссии по данному вопросу привели к появлению множества разнообразных теорий, моделей и методов оптимизации структуры капитала, причем на каждые имеются достаточно убедительные аргументы. Но, думаю, стоит задать и другой вопрос: Необходимо ли вообще уделять такое большое внимание проблеме структуры средств в компании? Насколько значимы решения в области привлечения капитала? Выше уже отмечалось, что субъекты хозяйствования, которые используют кредит, оказываются в более выигрышном положении, чем компании, опирающиеся только на собственный капитал. Но намного ли?

У большинства авторов, исследовавших данную проблему, не возникает сомнений по поводу стратегической важности принимаемых решений, связанных с привлечением заемных средств. Она связана с тем, что затраты на капитал, возникающие как при недоиспользовании, так и при избыточном вливании кредитных ресурсов, создают барьеры для развития компании. Кроме того, если соотношение собственных и заемных средств не является оптимальным, возникает риск конфликта интересов собственников и менеджмента, влекущий за собой эгоистический стиль принятия инвестиционных решений, что неблагоприятно сказывается на результатах реализации проектов.

Чтобы ответить на вопрос, насколько более эффективной становится деятельность компании за счет использования дополнительно привлеченных средств, наиболее уместно воспользоваться таким показателем, как *эффект финансового рычага (ЭФР)*. В общем случае, под рычагом понимается фактор, корректировка которого влечет за собой изменение результатного показателя. В контексте финансового менеджмента, под использованием *финансового рычага* подразумевается изменение соотношения собственных и заемных средств с целью повлиять на прибыль организации. *Эффект финансового рычага* отражает уровень дополнительной прибыли на собственный капитал при использовании разной доли заемных средств. ЭФР рассчитывается по формуле:

$$\text{ЭФР} = (Ra - \text{СП}) \times (1 - K_n) \times (ZK / SK),$$

где Ra – экономическая рентабельность капитала, в % (P_n/A); СП – ставка ссудного процента, в %; K_n – коэффициент налогообложения (сумма налогов / сумма налогооблагаемой прибыли); ЗК – сумма заемного капитала; СК – сумма собственного капитала [1].

Рассчитанное значение ЭФР показывает, насколько увеличилась рентабельность собственного капитала при привлечении заемных средств относительно рентабельности, достигнутой при их неиспользовании. Значение ЭФР положительно в случае, когда экономическая рентабельность капитала больше ставки ссудного процента. В остальных случаях использование финансового рычага будет приносить только убытки. Таким образом, организация, которая привлекает дополнительные средства, имеет больший финансовый потенциал развития. Займы и кредиты оказывают положительное влияние на прирост рентабельности, но только до определенного момента. Дальнейшее привлечение заемных средств создает финансовый риск, а, следовательно, и угрозу банкротства компании.

До этого момента уже достаточно ясно описана проблема, стоящая перед финансовым менеджментом компании, а именно формирование наиболее оптимальной структуры капитала. Но, тем не менее, так и не дано конкретного представления о том, что же эта оптимальная структура из себя представляет. Другими словами, не даны критерии, максимизация или минимизация которых устанавливает наилучшее соотношение собственных и заемных средств. В экономической литературе даже здесь возникают споры, но в большинстве своем мнения насчет основных критериев сходятся. Приведем их [2]:

1. *Стоимость компании (бизнеса)*: максимизация стоимости является приоритетной целью, так как ее достижение приводит к увеличению богатства держателей акций (собственников)
2. *Финансовая гибкость*: ее увеличение заключается в повышении способности компании быть готовой понести разнообразные непредвиденные расходы
3. *Стоимость источников*: выражается в минимизации издержек на обслуживание привлекаемых ресурсов
4. *Финансовая устойчивость*: формирование достаточных резервов, повышение ликвидности активов

Стоит отметить, что каждая компания самостоятельно определяет для себя наиболее приоритетные критерии, по которым она в дальнейшем будет оптимизировать структуру капитала. Исходя из этого, можно сделать вывод: оптимальной структуры не существует не только для разных компаний, но и для одной компании, находящейся на разных стадиях ее жизненного цикла.

На сегодняшний день существует множество разнообразных теорий, какое соотношение собственных и заемных средств можно назвать оптимальным. Так, некоторые авторы вообще приводят конкретные пропорции, например 50:50. Другие говорят о том, что удельный вес заемных средств не должен превышать 40 % [3]. Кто-то приводит «золотое правило финансового менеджмента», согласно которому оптимальная структура капитала обеспечивается при соотношении между заемными и собственными средствами как 34 % к 66 % соответственно [4]. Но такие подходы основаны на выводах, полученных из эмпирических исследований, и не несут в себе какого-либо убедительного обоснования.

Большой интерес представляют модели, учитывающие факторы и причинно-следственные связи, разработанные, в основном, западными теоретиками-финансистами.

Выше уже упоминалась *теорема Модильяни-Миллера*, которая является самой известной работой в рассматриваемой области. Из теоремы следует, что при определенном наборе предположений абсолютно нет разницы, каким образом компания себя финансирует. Но при последовательном устранении этих предположений появляются иные модели структуры капитала, которые признают зависимость структуры и других параметров организации, таких как ее стоимость. Среди русскоязычных авторов наиболее полную систематизацию теории структуры капитала изложил Н. Б. Рудык. Приведем классификацию моделей оптимизации по данному автору [5]:

- *Модели стационарного соотношения:* представлены в работах Крауса, Литценбергера, Скотта, Кима, Брэдли, Джаррелля. Акцент сделан на влиянии издержек возможного банкротства и налоговых щитов на структуру капитала.

- *Модели асимметричной информации:* полагается, что на рынке существуют информационные асимметрии, а менеджеры являются операторами, имеющими доступ к инсайдерской информации. Такие модели, основанные на предположении асимметрично распределенной информации, можно разделить на два типа:

- *Инвестиционные модели:* отражены в работах Майерса и Мэйлафа. Структура капитала в данном случае используется для увеличения эффективности финансирования инвестиционных проектов. Наиболее разработанной инвестиционной моделью асимметричной информации является *теория иерархий*, которая уже упоминалась в начале статьи.

- *Сигнальные модели:* получили развитие в работах Росса, Леланда и Пайла. Структура капитала используется как своеобразный передатчик информации (эмиссии долевых и долговых ценных бумаг).

- *Модели агентских издержек:* отражают влияние проблем, связанных с агентскими издержками, на структуру капитала. Агентские проблемы могут возникать между: менеджерами и собственниками по поводу использования прибыли; акционерами и держателями долговых обязательств относительно привлечения дополнительного капитала.

- *Модели корпоративного контроля:* представлены в работах Р. Израэля. Предполагают прямую взаимосвязь между стоимостью акций и эффективностью управления компанией. Изменение структуры капитала является следствием изменения структуры собственности.

- *Модели стэйкхолдеров:* в отличие от предыдущих моделей, принимают во внимание помимо интересов собственников и держателей долговых обязательств также влияние внешней среды, в которой функционирует компания. Под стэйкхолдерами понимаются работники, поставщики, конкуренты, потребители и т. д. Такие модели признают влияние стэйкхолдеров, наравне с акционерами и менеджерами, на формирование структуры капитала.

Проанализировав все эти модели и теории оптимизации структуры капитала, становится ясно, что структура капитала формируется под влиянием множества факторов микро- и макроуровня. Другими словами, оптимизация решений по привлечению заемных средств есть результат исследования всех этих факторов.

Наиболее существенным фактором, определяющим возможность привлечения капитала в целом, является общее состояние внешней среды, в которой функционирует компания. Имеются в виду условия экономической и политической ситуации, ухудшение которых могут резко отразиться на внешнем финансировании деятельности компаний, вплоть до полного отказа от займов и кредитов. Остальные факторы можно разделить на группы [6]:

- *Макроэкономические факторы:*

- структура использования ВВП, в частности удельный вес валового сбережения в ВВП, ведь сбережения – это существенные инвестиционные ресурсы экономики.
- уровень и темпы инфляции, оказывающие прямое воздействие на стоимость заемного капитала.
- фаза экономического цикла, влияющая на уровень прибылей, а, соответственно, и на потребность в заемных средствах.
- состояние внутреннего платежеспособного спроса, динамика которого напрямую отражается на состоянии экономики в целом, в том числе на объеме потенциально выгодных инвестиционных проектов.
- привлекательность инвестиционного климата, призванная сократить отток национального капитала за границу, а также увеличить иностранные инвестиции.

- *Институциональные факторы:*

- уровень развития рыночных финансовых институтов, таких как фондовый рынок, банковская система, которые обеспечивают беспрепятственное функционирование рынка капитала.
- эффективное функционирование института государства как регулятора воспроизводственных процессов, гарантирующее защиту прав собственников, кредиторов и инвесторов.

- *Регулирующая политика государства:*

- бюджетная политика, предусматривающая возможность финансирования деятельности организаций за счет средств бюджета.
- налоговая политика, оказывающая, как уже отмечалось раньше, огромное влияние на принятие решений относительно структуры капитала.
- денежно-кредитная политика, воздействующая на процентные ставки на кредитные ресурсы.

Не менее значительны факторы микроуровня, которые можно разделить на объективные и субъективные:

- *Объективные факторы:*

- периоды формирования капитала, ведь, к примеру, в начальной стадии жизненного цикла компании, когда формируется стартовый капитал, организация в большей степени ориентируется на капитал учредителей.

- специфика отрасли, заключающаяся в привлекательности для кредиторов и инвесторов, также в возможности финансирования из средств государственного бюджета; на потенциале развития бизнеса; большое значение имеет период операционного цикла.

- динамизм окружающей среды, оказывающий влияние на рискованность проводимой политики менеджерами в компании.

- угроза враждебного поглощения, вынуждающая выкупать голосующие акции у акционеров.

- размер компании, с одной стороны, определяет потребность в заемном капитале и, с другой, свободу выхода на рынок капитала.

- стадия жизненного цикла компании.

- наличие высококвалифицированных кадров, имеющих достаточный практический опыт.

Субъективные факторы:

- готовность менеджеров и акционеров принять определенный уровень финансового риска.

- оценка менеджментом степени значимости целей, которые должны достигаться при выборе источников финансирования, а следовательно, и структуры капитала.

- готовность акционеров и менеджеров к предоставлению открытой и прозрачной информации для выхода на организованный рынок капитала.

Что касается практики, то в разных организациях, как и в разных странах, структура капитала сильно различается. В разное время проводилось множество исследований, призванных ответить на всевозможные вопросы относительно формирования структуры капитала.[5] Так, например, было выявлено, что коэффициент долговой нагрузки в компаниях, принадлежащих к развивающимся странам, был на порядок ниже, чем в развитых странах. В пример можно поставить японские компании, где доля привлеченного капитала достигает 80 % [1]. Объяснить это можно тем, что

инвестиционные потоки в данной стране поступают от банков, что говорит о высокой степени доверия к корпорациям с их стороны. Также проводились многочисленные опросы, подтверждающие предпочтение финансовых менеджеров использовать для финансирования собственные источники или, другими словами, придерживаться теории иерархий. Главный вывод всех исследований заключается в том, что на практике компании, принимая решения по привлечению заемного капитала, предпочитают пользоваться не какими-то теориями, а простыми эвристическими подходами.

Из всего вышесказанного можно сделать вывод, что задача по оптимизации структуры капитала не может быть решена только с помощью какой-то определенной модели. Для принятия обоснованных решений необходимо опираться на опыт и знания специалистов. В целях грамотного управления привлекаемыми и собственными средствами организации финансовый менеджер должен не только быть знаком с существующими теориями и концепциями, но и иметь чувство перспективы, интуицию, помогающие правильно оценить ситуацию и сделать выбор в пользу определенного исхода.

Список литературы

1. Губина О. В. Критерии оптимизации структуры капитала коммерческих организаций // Вестник ОрелГИЭТ. 2011. №3. С. 16-21.
2. Пилюгина А. В., Иванов А. Г. Формирование рациональной структуры средств предприятия: критерии выбора решения при использовании экспертных методов // Наука и образование. МГТУ им. Н.Э. Баумана. Электрон. журн. 2009. № 6. Режим доступа: <http://technomag.bmstu.ru/doc/127487.html> (дата обращения 25.04.2014).
3. Семенова С. В. Об оптимизации структуры капитала предприятия // Казанская наука. 2010. №6. С. 43-48.
4. Куницына Н. Н., Плешкова Т. Г. Методы оптимизации структуры капитала организации с учетом факторов внешней среды // Финансовые исследования. 2008. №18. С. 51-58.
5. Рудык Н. Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. М.: Дело, 2004. 272 с.
6. Снытин Р. С. Факторы оптимизации структуры капитала // Экономические науки. 2008. №8. С. 137-140.