

УДК 368.01

СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ К ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Корнилова Е.О.

Магистрант,

Краснодарский филиал РЭУ им. Г.В. Плеханова

г. Краснодар, Россия

Аннотация: Данная научная статья посвящена критической оценке современных подходов к оптимизации структуры капитала, а также исследованию факторов на нее воздействующих

Ключевые слова: структура капитала организации, оптимальная структура, средневзвешенная стоимость капитала, управление структурой капитала, управление стоимостью капитала.

MODERN APPROACHES TO OPTIMIZATION OF CAPITAL STRUCTURE

Kornilova E.O.

Student,

The Krasnodar branch of REU named after G. V. Plekhanov

Krasnodar, Russia

Annotation: This scientific article is devoted to the critical evaluation of modern approaches to the optimization of capital structure, as well as the study of factors affecting it.

Keywords: capital structure of the organization, optimal structure, weighted average cost of capital, capital structure management, capital cost management.

Эффективное управление структурой капитала организации должно базироваться не только на понимании экономической природы капитала как такового, но и на основополагающих концепциях и теориях финансового менеджмента. Систематизация теоретических представлений о сущности и структуре капитала, позволяет сделать вывод относительно главной проблемы теории капитала – возможности увеличения рыночной стоимости организации посредством оптимизации структуры ее капитала, что определяет актуальность тематики представленной научной статьи.

Решается проблема оптимизации структуры капитала организации в рамках двух подходов - традиционного и теории Модильяни-Миллера.

Представители традиционного подхода придерживаются следующей точки зрения: стоимость компании напрямую зависит от структуры капитала, так как с ростом доли заемного капитала (относительно более дешевого источника, чем собственный капитал), средневзвешенная его стоимость снижается. Тем не менее, при достижении некоторого уровня финансового левериджа, значительно повышается финансовый риск компании. Таким образом, основной задачей финансового менеджера является поиск некой оптимальной структуры капитала, которая бы в определенной степени минимизировала бы средневзвешенную стоимость компании, с одной стороны, и максимизировала ее рыночную стоимость, - с другой.

Согласно традиционному подходу, по мере увеличения доли заемного капитала как более дешевого источника финансирования новых проектов, средневзвешенная стоимость капитала снижается, но это происходит до определенной точки, начиная с которой дополнительное внешнее финансирование приводит к такому росту стоимости собственного капитала компании, который

уже не может покрываться привлечением более дешевого заемного капитала. Следовательно, компания может увеличивать долю долговой нагрузки до тех пор, пока средневзвешенная стоимость капитала не достигнет своего минимального значения. В этот момент как раз и достигается оптимальная структура капитала.

По достижению оптимальной структуры капитала, компания, согласно традиционному подходу, должна будет ограничивать дополнительные инвестиции, поскольку они не будут приносить должной финансовой отдачи в виде такой величины чистой прибыли, которая бы полностью компенсировала возросшие финансовые риски собственников (акционеров) компании. Следовательно, результатом станет снижение инвестиционной стоимости компании. Именно поэтому оптимальный объем долговой нагрузки должен соответствовать максимальному значению реальной инвестиционной (рыночной) стоимости компании. Дополнительные инвестиции должны приносить доходность, не только превышающую стоимость заемного капитала, но покрывающую все возрастающую стоимость собственного капитала.

Таким образом, традиционная теория структуры капитала доказывает существование некой оптимальной структуры капитала. Увеличение долговой нагрузки снижает средневзвешенную стоимость капитала и повышает ее стоимость. Но увеличение доли долговой нагрузки сверх оптимального значения уже будет приводить к получению недостаточной финансовой отдачи от инвестиций для покрытия возросшего уровня финансовых рисков, что, в конечном итоге, приведет к снижению стоимости компании.

В теории структуры капитала Модильяни-Миллера заложен тезис относительно независимости стоимости компании от структуры ее капитала, при этом основным фактором, определяющим ее стоимость, названы будущие ее доходы. В своей теории авторы, Франко Модильяни и Мертон Миллер, заложили допущение о существовании идеальных рынков капитала с точки зрения нулевого налогообложения. В качестве доказательной базы выдвинутой теории авторы

предложили следующее: если финансирование деятельности компании выгоднее (с позиции экономии на процентных платежах) за счет заемного капитала, а не за счет собственных источников финансирования, то собственники (владельцы акций) компании со смешанной структурой капитала предпочтут продать часть своих акций и приобрести акции (доли в уставном капитале) компании, которая не пользуется привлеченными источниками финансирования, восполнив недостаток своих собственных финансовых ресурсов за счет заемных средств.

Одновременные арбитражные операции с ценными бумагами компаний с относительно высокой и относительно низкой долей заемного капитала в итоге приведут к тому, что рыночные стоимости таких компаний будут совпадать. Следовательно, по мнению Франко Модильяни и Мертона Миллера, рыночная стоимость компании не зависит от соотношения между собственным и заемным капиталом.

Тем не менее, концепция структуры капитала Модильяни-Миллера не является корректной по причине наличия в ней множества предпосылок и допущений (например, существование системы нулевого налогообложения). Но одновременно рассматриваемая концепция вносит весомый вклад в понимание функций заемного капитала и его влияния на рыночную стоимость компании.

В продолжение выдвинутой теории, авторы доказали, что при налогообложении чистой прибыли компании стоимость ее акций тем выше, чем выше доля заемного финансирования ее деятельности. Согласно усовершенствованной теории, компаниям следовало бы финансироваться на 100 процентов за счет заемных источников, так как это обеспечивало бы наивысшие курсы их акций (максимальную стоимость компании).

Данный вывод обусловлен структурой налогообложения компаний: доходы акционеров должны выплачиваться из чистой прибыли, которая остается после налогообложения, а выплаты кредиторам – из прибыли до уплаты налогов. Такое ассиметричное налогообложение приводит к тому, что при увеличении доли

заемного капитала растет и доля валового дохода компании, остающаяся в распоряжении инвесторов. Однако, доля займов на практике редко равна 100 процентам.

В модифицированных современных вариантах теории структуры капитала Модильяни-Миллера были сделаны попытки введения в модель такого фактора, как дополнительные затраты, связанные с финансовыми затруднениями компании из-за сложившейся структуры капитала. Таким образом, экономия за счет снижения налоговых выплат обеспечивает повышение рыночной стоимости компании по мере роста доли займов в структуре капитала, но начиная с определенного момента (при достижении оптимальной структуры капитала), при дальнейшем увеличении доли заемного капитала, рыночная стоимость компании начинает снижаться, так как экономия на налоговых платежах перекрывается ростом затрат вследствие необходимости поддержания более рискованной структуры источников финансирования капитала.

Следовательно, модифицированная теория Модильяни – Миллера оперирует следующими тезисами:

- во-первых, наличие доли заемного капитала оказывает благоприятное влияние на ее финансовое состояние;
- во-вторых, завышенная доля займов в структуре капитала начинает оказывать неблагоприятное воздействие на финансовое состояние компании;
- в-третьих, для отдельно взятой компании имеет место своя собственная оптимальная структура капитала.

Модифицированная теория Модильяни – Миллера в научной литературе получила название теории компромисса между экономией от снижения налоговых выплат и финансовыми затратами.

В теории финансового менеджмента существует понятие асимметричности информации: как правило, финансовый менеджмент предпринимательской фирмы владеет наиболее полной информацией относительно финансовых и

инвестиционных возможностей, чем реальные и потенциальные инвесторы. Следовательно, рыночные цены акций (рыночная цена компании) не отражают всю информацию, информация не является общедоступной, и финансовые менеджеры могут давать определенные сигналы рынку через принятие финансовых решений (например, выбор структуры капитала или дивидендной политики). Такая ситуация носит название асимметричности информации и учитывается в сигнальных моделях.

Обзор существующих сигнальных моделей структуры капитала представлен таблице 1. Следует отметить, что все эти модели применимы, прежде всего, к субъектам среднего и крупного бизнеса; для малого бизнеса они не подходят, так как асимметричность информации либо отсутствует, либо представлена слабо: собственники компании непосредственно участвуют в управлении бизнесом и владеют инсайдерской информацией в полном объеме.

Таблица 1 – Современные сигнальные теории структуры капитала

Теория	Положительные и отрицательные сигналы на рынке
1. Модель Росса Выбор структуры капитала показывает, как финансовые менеджеры оценивают будущие возможности компании. Увеличение долга свидетельствует о том, что компания может нести бремя процентных выплат и имеет достаточно операционной прибыли (ЕВИТ) для получения выгод налогового щита	увеличение финансового рычага рассматривается потенциальными инвесторами как положительный сигнал, реакция цены акции положительная
2. Модель Майерса и Майлуфа Структура капитала определяется потребностями в финансировании новых проектов. Финансовые менеджеры представляют интересы существующих акционеров и не будут выпускать недооцененные акции. В результате возможен отказ от эффективных инвестиционных проектов или выбор высокого значения финансового рычага	продажа акций на открытом рынке рассматривается как отрицательный сигнал, и цена акции на рынке падает. Выкуп акций приводит к росту цен
3. Модель Миллера и Рока Выплаты владельцам капитала в любом виде (дивиденды, выкуп акций, погашение долгов) показывают, что компания в состоянии генерировать значительные денежные потоки	объявление о выплате дивидендов выше обычного, выкуп акций, погашение долгов рассматривается как положительная информация, и цена акции растет. Эмиссия

	акций и облигаций рассматриваются как отрицательные сигналы
4. Модель Рока Недооценка первичных размещений акций. Выбор метода первичного размещения сигнализирует о риске эмиссии. Средняя доходность акций, полученных по заявкам выигравших неинформированных инвесторов при проведении первоначальной эмиссии, отрицательна из-за попадания к ним переоцененных вариантов	метод максимальных усилий сигнализирует о большом риске, недооцененность акции выше, чтобы обеспечить инвесторам большую доходность. Вероятность получить отрицательную доходность при таком методе ниже
5. Модель Уэлша Величина недооценки при первичном размещении – сигнал инвесторам на рынке. Перспективные компании дают сигнал, который недоступен неперспективным из-за дороговизны. Если первичная эмиссия существенно недооценена, то вероятность ухода с рынка неперспективных компаний высока из-за высоких прямых и косвенных издержек размещения	первичное размещение акций не покрывает всю потребность в финансировании. Первичная эмиссия – это только сигнал больших перспектив проектов, недостающие средства добираются через дополнительные эмиссии

По мнению автора, задачей финансового менеджера, в рамках системы управления капиталом организации, должен стать поиск оптимальной структуры капитала.

Оптимальная структура капитала – это структура, при которой средневзвешенная стоимость имела бы минимальное значение при контролируемом уровне финансовых рисков, в частности риска потери финансовой устойчивости в перспективе. Именно такой подход обеспечит поступательный рост рыночной стоимости компании и решит проблему конфликта интересов между собственниками и финансовым менеджментом. Модель Модильяни-Миллера не лишена рационализма, тем не менее, не применима для организаций – субъектов малого бизнеса, в которых собственники организации одновременно выступают и в качестве представителей финансового менеджмента, получая, таким образом, заработную плату.

Следовательно, конфликт интересов между собственниками и финансовым менеджментом компании, на который в итоге указывают авторы Франко Модильяни и Мертон Миллер, актуален скорее для среднего и крупного бизнеса, чем для малого: отказ от получения части чистой прибыли собственником

компании «здесь и сейчас», может быть компенсирован повышенным уровнем заработной платы, которую он получит за выполнение управленческих функций.

Финансовый менеджер должен владеть текущей информацией относительно стоимости капитала, то есть знать средневзвешенную стоимость капитала. Это вызвано несколькими причинами. В частности, высокая стоимость собственного капитала может стать причиной возникновения конфликта интересов собственников и финансового менеджмента, обусловленных стремлением последнего к саморазвитию компании и увеличению уровня ее капитализации. То есть увеличение уровня капитализации ставит под вопрос получение высокой доли чистой прибыли собственником «здесь и сейчас»; интересы развития компании, таким образом, становятся выше финансовых интересов ее собственников.

Стоимость заемных средств состоит в уплате определенной суммы процентных платежей, следовательно, для оптимизации расходов целесообразно выбирать наилучшую возможность из нескольких вариантов финансирования. На практике средневзвешенная стоимость капитала может использоваться также для экспресс - оценки рыночной стоимости компании (возможен и обратный подход). Стоимость капитала является также одним из ключевых факторов при анализе инвестиционных проектов.

Реалистичные прогнозные оценки финансового менеджмента компании относительно стоимости источников финансирования капитала позволяют в определенной степени снизить средневзвешенную стоимость капитала путем оптимизации его структуры и повысить, тем самым, рыночную стоимость компании.

Таким образом, автор обоснованно выделяет средневзвешенную стоимость капитала в качестве одного из основных факторов, определяющих стратегию оптимизации структуры капитала организации. В теории и практике финансового менеджмента существует несколько вариантов исчисления средневзвешенной стоимости капитала организации, тем не менее, ни один из них не учитывает

масштабы ее деятельности, а также особенности российской системы налогообложения. В качестве основы для проведения расчетов автор считает целесообразным использовать классическую формулу расчета средневзвешенной стоимости капитала Модильяни – Миллера (в соответствии с модифицированной теорией), так как она учитывает влияние уровня налогового бремени в части налогообложения прибыли организации.

Формула расчета средневзвешенной стоимости капитала организации Модильяни – Миллера имеет следующий вид:

$$WACC = k_d w_d \times (1-T) + k_e w_e, \quad (1)$$

где WACC – средневзвешенная стоимость капитала организации;

k_d – средняя стоимость заемного капитала организации;

w_d – удельный вес заемного капитала в структуре капитала организации;

T – ставка налога на прибыль;

k_e – стоимость собственного капитала организации;

w_e – удельный вес собственного капитала в структуре капитала организации.

Далее, проанализируем существующие подходы относительно перечня факторов, которые следует принимать во внимание в процессе формирования политики управления капиталом организации. По мнению Ткачевой А.В., факторы имеет смысл классифицировать на традиционные и, так называемые, дополнительные, к которым целесообразно отнести фазу жизненного цикла организации и стратегию развития. Таким образом, автор предлагает производить оценку по следующим направлениям:

- 1) изучать отраслевые особенности функционирования организации;
- 2) принимать во внимание вид организационно-правовой формы, поскольку он определяет способы финансирования деятельности организации;
- 3) учитывать фазу жизненного цикла организации и ее влияние на общую стратегию развития;

- 4) проводить сравнительный анализ стоимости капитала из разных источников;
- 5) оценивать текущие масштабы деятельности организации и перспективные планы развития;
- 6) проводить анализ влияния выбранного организацией типа общей стратегии развития на структуру капитала.

Кроме того, автор категорически исключает из перечня важнейших факторов такие, как мера принимаемого учредителями риска при формировании капитала и задаваемый уровень концентрации собственного капитала с целью обеспечить финансовый контроль над организацией, поскольку они рассматриваются в процессе разработки общей стратегии развития.

Модель формирования оптимальной структуры капитала О.В. Шарикова рассматривает как результат принятия адекватного управленческого решения на основе регрессионной оценки совокупности внутренних и внешних факторов. При этом оценку внутренних факторов предлагается осуществлять через систему результативных критериев, а внешних – систему макроэкономических показателей. В диссертации «Особенности формирования структуры капитала российских организаций» автор доказывает, что наиболее значимыми индикаторами воздействия внутренних факторов являются: коэффициент текущей ликвидности, рентабельность активов, доля основных средств в активах организации, темп прироста активов в рассматриваемом периоде.

По нашему мнению, автор обоснованно формирует систему индикаторов для оценки воздействия внутренних факторов на структуру капитала организации. Тем не менее, в случае определения средневзвешенной стоимости капитала (по предложенной нами усовершенствованной формуле) и оценки ее влияния на структуру капитала, перечень внутренних индикаторов для субъектов малого предпринимательства целесообразно существенно сократить. Так, компаниям, у которых преобладают собственные и долгосрочные заемные источники

финансирования, предлагается проводить оценку риска потери финансовой устойчивости с помощью коэффициентного метода. Соответственно, при преобладании краткосрочных и среднесрочных финансовых источников – имеет смысл оценить риск потери платежеспособности.

Выводы, полученные по результатам предложенного комплексного анализа воздействия внутренних факторов на структуру капитала субъекта малого предпринимательства, позволят наметить направления оптимизации структуры капитала. Окончательные управленческие решения должны приниматься исключительно с учетом влияния факторов внешней среды.

Среди внешних индикаторов автор [О.В. Шарикова], по результатам проведенного исследования, выделяет, во-первых, динамику курса доллара США, во-вторых, темп инфляции. Отметим, что перечень внешних индикаторов, воздействующих на стоимость и структуру капитала организации, существенно сужается, что отражает особенности функционирования российского бизнеса. Классическая теория структуры капитала выделяет и оперирует более широким перечнем внешних факторов:

- институциональная среда;
- состояние и тенденции развития финансового рынка;
- налоговая среда;
- особенности и тенденции развития соответствующей отрасли экономики;
- макроэкономические индикаторы.

Под институциональной средой классическая теория структуры капитала понимает систему нормативно-правовых актов, регламентирующих финансово-хозяйственную деятельность компании, а также результат воздействия факторов политического и социального характера.

Такой фактор, как состояние и тенденции развития финансового рынка, влияет на выбор варианта долгового финансирования и его доступность для хозяйствующего субъекта. Например, наличие развитого института кредитных

рейтингов, а также эффективно функционирующего фондового рынка позволяют хозяйствующему субъекту не только снижать стоимость финансирования деятельности, но и существенно диверсифицировать структуру привлеченных ресурсов.

Далее изучим характер воздействия на структуру капитала хозяйственного субъекта налоговой среды. В данном случае наблюдается следующая взаимосвязь: чем выше ставка налога на прибыль, тем выгоднее привлекать дополнительные финансовые ресурсы извне; при этом мы будем наблюдать увеличение уровня долговой нагрузки. Рассматривая особенности воздействия данного фактора на структуру капитала, следует обратить внимание на то, что наиболее ярко указанное воздействие будет проявляться в отношении хозяйствующих субъектов, находящихся на общей системе налогообложения. Для хозяйствующих субъектов, которые используют упрощенную систему налогообложения по схеме определения налогооблагаемой базы «доходы минус расходы», воздействие налогового механизма сохраняется, но степень его влияния существенно снижается. Кроме того, влияние налогового механизма на структуру капитала компаний, использующих схему налогообложения доходов без учета расходов по ставке 6 процентов, проявляется очень слабо, о чем уже говорилось ранее.

Влияние отраслевой принадлежности на структуру капитала хозяйствующего субъекта выражается через особенности государственного регулирования данной отрасли экономики, средний уровень рентабельности деятельности предприятий, динамику капиталовложений в предприятия отрасли и др.

Макроэкономические индикаторы (размер и динамика ключевой ставки, уровень инфляции, курсы валют и др.) в полной мере оказывают воздействие на структуру капитала крупного и среднего бизнеса. Что касается субъектов малого предпринимательства, то основным фактором, по нашему мнению, является инфляционный; воздействие прочих имеет вторичный характер. Инфляция и ее темп, в данном случае, может рассматриваться в качестве результата воздействия

всех прочих макроэкономических индикаторов. Деструктивное воздействие инфляции может проявляться не только в отношении структуры капитала субъекта малого предпринимательства, но и в отношении стоимости его активов и пассивов, денежных потоков, выручки.

Подводя общий итог, отметим, что для целей исследования, проводимого в магистерской диссертации, автор будет придерживаться финансового подхода к интерпретации термина «капитал организации». В связи с этим было дополнено определение Т.Г. Плешаковой, рассматривающей капитал в качестве ресурса, создающего условия для развития организации, определяющего ее финансовый потенциал и являющегося одним из важнейших факторов в процессе оценки ее стоимости, в части уточнения способа воздействия капитала на стоимость организации.

Таким образом, по мнению автора, капитал организации оказывает воздействие на стоимость организации посредством трансформации структуры и изменения средневзвешенной стоимости в пределах допустимого колебания уровня финансовой устойчивости.

Библиографический список:

1. Плешакова, Т.Г. Оптимизация структуры капитала организации в системе управления финансовыми ресурсами: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. / Плешакова Татьяна Георгиевна. – Ставрополь. 2008. – 231 с.
2. Ткачева, А.В. Развитие системы управления капиталом коммерческой организации: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. / Ткачева Анастасия Витальевна. – Ростов-на-Дону. 2010. – 251 с.
3. Фролова, В.В. История развития и современное состояние рынка облигаций федерального займа в Российской Федерации / В.В. Фролова, М.С. Мельникова // Сфера услуг: инновации и качество. – 2017. - №28. – С. 12.

4. Фролова, В.В. Современная национальная платежная система как основа формирования финансовой стратегии развития предприятий / В.В. Фролова, О. Танасьева // Материалы II Международной научно-практической конференции «Современное развитие России в условиях новой цифровой экономики». – Краснодар: Изд-во «Диапазон-В», 2018. – С. 437-440.

5. Шарикова, О.В. Особенности формирования структуры капитала российских организаций: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. / Шарикова Ольга Владимировна. – Москва. 2013. – 201 с.

Оригинальность 84%