

УДК 336.64

***СТРУКТУРА КАПИТАЛА. ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ И
ОПТИМИЗАЦИИ ЕГО СТРУКТУРЫ.***

Ватаман И.В.,

к.э.н., доцент, кафедра «Финансы и кредит»

Приднестровский государственный университет им. Т.Г. Шевченко

г.Тирасполь, Приднестровье

Левицкая И.О.,

магистрант группы № 34М

магистерская программа «Финансовый менеджмент и рынок капитала»

кафедры Финансы и кредит,

Приднестровский государственный университет им. Т.Г. Шевченко,

г.Тирасполь, Приднестровье

Аннотация. Проблема выбора оптимальной структуры капитала компании с теоретической и практической позиции остаются достаточно актуальными, так как не существует универсального подхода или единых критериев к решению данного вопроса. Подход каждой компании должен быть индивидуальным и учитывать ряд факторов, влияющих на принятие решение о выборе источника финансирования. В статье особое внимание уделено таким факторам, а также рассматриваются общие вопросы, касающиеся структуры капитала, преимуществ и недостатков собственных и заемных средств при их использовании в деятельности компаний. Авторы рассматривают важность оптимизации структуры капитала, так как это не только способствует финансовой стабильности компании, ее текущей ликвидности и

платежеспособности, но и может дать возможность для расширения сферы деятельности.

Ключевые слова: управление капиталом, структура капитала, заемный капитал, собственный капитал, финансовый рычаг.

CAPITAL STRUCTURE. PROBLEMS OF CAPITAL MANAGEMENT AND OPTIMIZATION OF ITS STRUCTURE

Vataman I.V.

PhD, associate Professor, Department of Finance and Credit

Shevchenko State University of Pridnestrovie

Tiraspol, Pridnestrovie

Levitskaya I.O.

Undergraduate student

Shevchenko State University of Pridnestrovie

Tiraspol, Pridnestrovie

Annotation. The problem of choosing the optimal capital structure of the company from a theoretical and practical point of view remains quite relevant, since there is no universal approach or common criteria for solving this issue. The approach of each company should be individual and take into account a number of factors affecting the decision to choose the source of financing. The article focuses on such factors, and also addresses general issues regarding the capital structure, advantages and disadvantages of own and borrowed funds when they are used in the activities of companies. The authors consider the importance of optimizing the capital structure, as this not only contributes to the financial stability of the company, its current liquidity and solvency, but also can provide an opportunity to expand the scope of activities.

Keywords: capital management, capital structure, borrowed capital, equity, financial leverage.

Финансовое управление выражает концепцию капитала с обеих сторон. С одной стороны, капитал организации характеризует общую стоимость средств в денежно-кредитных, материальных и нематериальных формах, вложенных в формирование ее активов. С другой стороны, если рассматривать источники финансирования, то можно увидеть, что капитал – это возможность и сочетание форм привлечения финансовых ресурсов для получения прибыли.

Учитывая экономическую сущность капитала организации, его характеристики включают:

1. В системе факторов производства (капитал, земля, труд) капитал является приоритетным, так как в нем сотрудничают все факторы в общем производственном комплексе;

2. Капитал характеризует финансовые ресурсы компании, которые приносят доход. В этом случае он может действовать отдельно от производственного фактора в виде инвестированного капитала;

3. Капитал является основным источником богатства для его владельцев. Часть капитала в текущем периоде попадает в «карман» собственника, а накопленная часть капитала гарантирует удовлетворение потребностей собственников в будущем;

4. Капитал организации является основным показателем ее рыночной стоимости. В этом качестве в первую очередь имеется в виду чистая стоимость организации, которая определяет размер ее чистых активов. Наряду с этим объем финансовых ресурсов, используемых на предприятии, характеризует в то же время потенциал привлечения к ним заемных средств, обеспечивающих дополнительную прибыль. В совокупности с другими факторами формирует основу оценки рыночной стоимости организации;

5. Динамика капитала организации является важнейшим показателем

уровня эффективности ее предпринимательской деятельности. Способность повышать акционерный капитал высокими темпами характеризует высокий уровень формирования и эффективного распределения прибыли организации, ее способность поддерживать финансовый баланс за счет внутренних источников. В то же время сокращение собственных финансовых ресурсов, как правило, является результатом низкоэффективной, убыточной деятельности предприятия.

Планирование структуры капитала является довольно актуальной темой как в теоретических, так и в прикладных аспектах. Проблема выбора структуры капитала возникает при принятии решения о финансировании новых инвестиционных проектов, а также при осуществлении текущей финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Особая актуальность этого вопроса в текущих условиях связана с тем, что оптимальная структура капитала способствует финансовой стабильности компании, ее текущей ликвидности и платежеспособности, также дает требуемую отдачу от вложенного капитала.

Структура капитала - соотношение собственных и заемных средств, используемых компанией в ходе ее деятельности.

Когда предприятие расширяется, оно нуждается в капитале, в зависимости от того, какие источники финансирования компания имеет различают заемный капитал или собственные средства.

Заемные средства имеют два существенных преимущества. Во-первых, проценты вычитаются при расчете налога, что снижает фактическую стоимость кредита. Во-вторых, те, кто кредитует, получают фиксированный доход, и акционеры не должны делиться с ними прибылью, если компания окажется успешной.

Однако у заимствований есть недостатки. Во-первых, чем выше коэффициент долга, тем больше предприятие несет риски, и, следовательно, выше стоимость для фирмы и заемного и собственного капитала. Во-вторых, если компания переживает непростое время и ее операционной прибыли недостаточно для покрытия расходов на выплату процентов, акционерам самим Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

придется восполнить дефицит, а если они не смогут этого сделать, то компания будет признана банкротом.

Поэтому компании с неустойчивой прибылью и операционными потоками должны ограничивать привлечение заемного капитала. С другой стороны, те компании, которые располагают более стабильными денежными потоками, могут быть более свободными для привлечения заемного финансирования. Тем не менее, возникает вопрос: является заемное финансирование лучше, чем «собственное»? Если да, то должны ли фирмы в полной мере финансироваться за счет заемных средств или в определенной степени? Если лучшим решением является сочетание заемного и собственного капитала, каково оптимальное соотношение?

Ценность любой фирмы – это стоимость ее будущих свободных денежных потоков со скидкой в средневзвешенной стоимости ее капитала (средневзвешенная стоимость капитала, WACC). Изменения в структуре капитала, которые меняют процент его компонентов, будут влиять на риск и стоимость каждого вида капитала, а также на WACC в целом. Изменения в структуре капитала могут также повлиять на свободные денежные потоки, влияя на решения управляющих, связанные с формированием бюджетов капитальных затрат, а также определять расходы, связанные с банкротством и финансовым крахом. Таким образом, структура капитала оказывает влияние как на свободные денежные потоки, так и на WACC, а, следовательно, и на цены акций.

Кроме того, многие фирмы выплачивают дивиденды, что сокращает нераспределенную прибыль и тем самым увеличивает сумму, которую эти фирмы должны дополнительно найти для финансирования своего бизнеса. Следовательно, решения о структуре капитала связаны с политикой выплаты дивидендов. [1, с. 129]

Решения о структуре капитала зависят от многих факторов, определение оптимальной структуры капитала не является точной наукой. Таким образом, даже фирмы, принадлежащие одной и той же отрасли, часто имеют совершенно

Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

разные структуры капитала.

Деятельность компании зависит от определенного жизненного цикла. Чтобы оценить структуру собственного капитала компании и принять решение о ее оптимизации, необходимо понять, на каком этапе развития компания проходит в данный момент.

Наиболее динамичный этап развития бизнеса и диверсификации – такой, когда нужно принимать решения об инвестициях и их источниках. Методы финансового моделирования помогают получить ответ на вопрос, из какого источника выгоднее делать инвестиции.

На практике чаще всего возникает ситуация, когда использование кредитных ресурсов позволяет значительно сократить время достижения экономического эффекта, ведь накопление прибыли по проектам - длительный процесс, а время, как известно - деньги. В конце концов, экономия времени приводит к более быстрому росту компании и максимизации прибыли.

На этапе стабилизации потребность в долгосрочных кредитах может просто не возникнуть. На данном этапе структура капитала является нормальной, в которой доля заемного капитала минимальна.

Во времена рецессии или кризиса разрабатываются планы дальнейшей деятельности компании. Как правило, в данный момент обсуждаются антикризисные меры или принимается решение о ликвидации. Если планируется вывести компанию из кризиса, то на данном этапе показатели рентабельности ухудшаются, финансовая стабильность снижается. В этой ситуации компания попадает в долги и отношение собственного капитала к займам очень низкое (что указывает на кризисную ситуацию). Важнее не структура капитала как таковая, а тенденции в финансовом портфеле и будущие показатели, основанные на плане преодоления кризиса.

Универсальных критериев формирования оптимальной структуры капитала не существует. Подход к каждой компании должен быть индивидуальным и учитывать, как отраслевую специфику бизнеса, так и этап

Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

развития компании. То, что характерно для структуры капитала компании, которая специализируется на управлении недвижимостью, например, не совсем подходит для торговой или сервисной фирмы. Эти компании имеют различные потребности в собственном оборотном капитале и различной интенсивности финансирования. Следует также учитывать такой фактор, как публичность: непубличные компании с узким кругом учредителей (акционеров) более мобильны в принятии решений об использовании прибыли, что позволяет им довольно легко меняться как по размеру, так и по структуре капитала. [2, с. 229]

Структура капитала отражает отношение заимствований к капиталу, привлеченного для финансирования долгосрочного развития компании. Успех финансовой стратегии компании в целом зависит от того, как будет оптимизирована структура. В свою очередь, оптимальное соотношение заимствований и собственного капитала зависит от их стоимости.

В российской бизнес-среде существует распространенное заблуждение, что акционерный капитал считается свободным. В то же время забывают очевидный факт: дивиденды – это цена собственного капитала, и почти всегда это делает финансирование за свой счет самым дорогим. Например, если у владельца бизнеса есть возможность получить дивиденды, скажем, 40%, стоимость собственного капитала становится выше, чем стоимость привлечения кредитов.

Как показывает мировая практика, развитие только за счет собственных ресурсов (т.е. реинвестирования прибыли в компанию) снижает некоторые финансовые риски в бизнесе, но в то же время значительно снижает темпы прироста размера бизнеса, в первую очередь доходов. Напротив, привлечение дополнительного заемного капитала с правильной финансовой стратегией и хорошим финансовым управлением может значительно увеличить доходы владельцев компании от вложенного капитала. Причина в том, что увеличение финансовых ресурсов при хорошем управлении приводит к пропорциональному увеличению продаж и зачастую чистой прибыли. Особенно это касается малых

Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

и средних компаний.

Однако структура заемного капитала предъявляет чрезмерно высокие требования к ее доходности, так как вероятность неплатежей возрастает, а также растут и риски для инвестора. Кроме того, клиенты и поставщики компании, заметив высокую долю заемных средств, могут начать искать более надежных партнеров, что приведет к падению выручки. С другой стороны, слишком низкая доля заемного капитала означает недоиспользование потенциально более дешевого источника финансирования, чем акционерный капитал. Эта структура приводит к увеличению капитальных затрат и завышенной отдачи от будущих инвестиций.

Оптимальной структурой капитала является соотношение собственных и заемных источников, в которых обеспечивается оптимальный баланс между уровнями, т.е. рыночная стоимость предприятия максимизируется. При оптимизации капитала необходимо учитывать каждую его часть. [3, с. 56]

Скорость процесса оптимизации структуры капитала определяется в первую очередь с учетом положительных и отрицательных особенностей использования собственного капитала.

Собственные средства характеризуются такими положительными характеристиками, как:

1. Легкость привлечения.
2. Более высокая способность генерировать прибыль, так как она не требует выплаты процентов.
3. Обеспечение финансовой устойчивости развития организации, ее платежеспособности в долгосрочной перспективе и, соответственно, снижения риска банкротства.

В то же время, собственный капитал характеризуется негативными чертами, а именно:

1. Ограниченное участие.
2. Высокая стоимость по сравнению с заемными источниками

формирования капитала.

3. Неиспользованная возможность увеличения доходности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых ресурсов.

Таким образом, компания, используя только собственные средства, имеет самую высокую финансовую стабильность, но ограниченные возможности для увеличения прибыли.

Заимствование характеризуется положительными особенностями:

1) существует широкие возможности для привлечения, особенно в отношении высокого кредитного рейтинга компании, наличия залога или гарантии поручителя;

2) для обеспечения роста финансового потенциала компании, с необходимостью значительно расширить свои активы и увеличить темпы роста своей деловой деятельности, снизить стоимость по сравнению с собственным капиталом, обеспечив эффект «налогового щита» (исключение расходов на содержание из налоговой базы при уплате подоходного налога;

3) Возможность увеличения финансовой рентабельности (коэффициент доходности капитала).

В то же время использование заемного капитала имеет ряд недостатков:

1. Использование этого капитала создает самые опасные финансовые риски в бизнесе компании - риск снижения финансовой стабильности и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально увеличению доли заемного капитала.

2. Активы, генерируемые заемным капиталом, генерируют более низкую доходность, которая уменьшается на сумму процентов, уплаченных во всех ее формах (проценты по банковскому кредиту; лизинговая ставка; ставка купона купонов по облигациям на основе налоговых процентов по товарным кредитам).

3. Высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний на финансовом рынке. В некоторых случаях, когда средняя процентная ставка на рынке снижается, использование ранее полученных кредитов (особенно на

Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

долгосрочной основе) становится убыточным для компании из-за наличия более дешевых альтернативных источников кредитных ресурсов.

4. Сложность процедуры привлечения (особенно в крупных масштабах), поскольку предоставление кредитных ресурсов зависит от решения других хозяйствующих субъектов (кредиторов), требует в некоторых случаях соответствующих сторонних гарантий или залога (при этом время гарантийного времени страховых компаний, банков или других хозяйствующих субъектов, как правило, предоставляется на платной основе).

Следовательно, компания, используя заемный капитал, имеет более высокий потенциал и возможность увеличения рентабельности собственного капитала. В то же время теряется финансовая стабильность.

Для измерения совокупных результатов, достигнутых с различными соотношениями собственного и заемного капитала, используется финансовый индикатор - финансовый леверидж (ФЛ). Финансовый леверидж измеряет эффект увеличения доходности на акционерный капитал за счет увеличения доли собственного капитала в их общем объеме.

$$\text{ЭФЛ} = (P_a - \text{ПС}) * \frac{\text{ЗК}}{\text{СК}}$$

где:

P_a – рентабельность использования активов;

ПС – процентная ставка за кредит;

ЗК – заемный капитал;

СК – собственный капитал;

$(P_a - \text{ПС})$ – дифференциал финансового рычага;

$\frac{\text{ЗК}}{\text{СК}}$ - характеризует объем заемного капитала, приходящегося на единицу

собственного.

Выделение этих компонентов позволяет управлять эффектом финансового левериджа. Если дифференциал положительный, увеличение коэффициента приводит к увеличению роста эффекта. Однако рост ЭФЛ имеет предел, так как Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

снижение финансовой стабильности приводит к повышению процентной ставки.

При определенном факторе дифференциал может быть сведен к нулю. Таким образом, увеличение финансовых рычагов целесообразно с положительным дифференциалом. В случае отрицательной дифференциации доходность капитала уменьшается.

Таким образом, эффект от финансового плеча заключается в приращении к доходности собственных средств, полученных от использования кредита. Знание механизма финансового рычага на уровне доходности собственного капитала и уровне финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала компании. Увеличение доли заемного финансирования в разумных пределах может привести к увеличению доходности на акционерный капитал, определение конкретного размера этих пределов, т.е. разработка целевой структуры капитала, выгодно для этой компании, и является одной из важнейших задач финансового менеджмента.

Есть много компаний с высокими темпами роста и большими денежными потоками (например, операторы мобильной связи). Они могут инвестировать самостоятельно, не прибегая к внешним источникам финансирования. Но снижение долговой нагрузки приводит к ослаблению так называемой дисциплинирующей функции долга. Это бремя обслуживания долга, что обычно толкает менеджеров компании к оптимальным бизнес-решениям. Если долговая нагрузка низкая, у менеджмента меньше стимулов для поиска наиболее эффективных инвестиционных возможностей.

Основным условием долгосрочного финансового успеха компании является то, что доходность капитала (активов) должна быть выше, чем стоимость привлечения капитала. Из этого следует, что в низко прибыльных видах бизнеса иметь много собственных средств (недвижимость, транспорт и т.д.) невыгодно, так как затраты на привлечение капитала для таких активов значительно превысят доходность по ним, что приведет компанию к экономическому и финансовому недостатку. Не только низко прибыльные, но и Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМЭ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

все остальные компании должны рассмотреть возможность использования аутсорсинговых схем для вторичных бизнес-процессов, а также не забывать о правиле - от убыточных и непрофильных активов следует удаляться любыми средствами и как можно скорее быстрее.

Масштаб бизнеса в данном случае также имеет значение. В малом бизнесе, как правило, не ставится вопрос приобретения основных средств в собственность. В крупном бизнесе это считается нормой, особенно в производственном секторе. Средний бизнес находится в приграничной зоне, и здесь решение зависит от соотношения арендных платежей в течение длительного периода времени и стоимости приобретения и обслуживания недвижимости. В любом случае, при принятии таких решений финансовая служба должна делать наиболее точные и обоснованные расчеты.

Риски сопровождают предприятия всех типов и размеров. Всегда есть прямая корреляция - чем выше уровень доходности в бизнесе, тем выше уровень риска, чем ниже уровень риска готовы принимать менеджеры и собственники, тем ниже уровень дохода, на который они могут рассчитывать.

Создание резервов (накопление определенного объема активов в виде инвестиций, драгоценные металлы, акции, депозиты) является частью финансово-инвестиционной стратегии. Без резервов любая серьезная проблема на рынке или в экономике ставит бизнес на грань выживания. К сожалению, многие компаний забывают об этом, полностью распределяя всю прибыль на дивиденды и реинвестирование (или инвестиции в другие проекты). Таким образом, ведущие одну или несколько видов деятельности (например, стабильные и развивающиеся), компании, не создающие резервов, увеличивают риски в основном бизнесе и в новых проектах. [4, с. 29]

Для минимизации финансовых рисков рекомендуется владельцам и менеджерам компаний создавать достаточные резервы из своей годовой прибыли после выплаты дивидендов акционерам. Для этого необходимо сделать точные расчеты. Наиболее распространенным коридором стоимости является 3-Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

10% активов, в зависимости от общего уровня бизнес-рисков. Затем оставшуюся прибыль можно инвестировать в бизнес, сначала в основной (донорский), поддерживая его стабильность и рост, и только потом - в новые проекты.

Для эффективного управления резервами необходимы компетентные специалисты (например, по ценным бумагам). Если они отсутствуют в компании, рекомендуется размещать наличные в банковских депозитах.

Подводя итоги, следует отметить, что существуют лишь общий перечень критериев, которые необходимо учитывать при формировании оптимальной структуры капитала. Вместе с тем, подход каждой компании к этому вопросу строго индивидуален и зависит от множества факторов, таких как отраслевая специфика бизнеса, этап развития компании, доступ к источникам финансирования, их стоимость и многие другие. Однако те компании, которые могут грамотно подходить к решению данного вопроса, имеют возможность формировать эффективную финансовую стратегию, а значит обречены на успех в долгосрочной перспективе.

Библиографический список:

1. Бочаров, В.В. Современный финансовый менеджмент / В.В. Бочаров. - М.: СПб: Питер, 2017. - 464 с.
2. Ван, Хорн Джеймс К. Основы финансового менеджмента +CD / Ван Хорн, Джеймс К., Вахович, М. (Мл.) Джон. - М.: Вильямс; Издание 11-е, 2013. - 992 с.
3. Кудина, М. В. Финансовый менеджмент. Курс лекций / М.В. Кудина. - М.: Деловая литература, 2019. - 160 с.
4. Леонтьев, В. Е. Финансовый менеджмент / В.Е. Леонтьев, В.В. Бочаров. - М.: Знание, ИВЭСЭП, 2014. - 520 с
5. Рогова, Е.М. Управление финансами предприятия в условиях кризиса. С комментариями экспертов / Е.М. Рогова. - М.: Вернера Регена, 2016. - 793 с.

Оригинальность 75%