

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ ФИРМЫ: ОПРЕДЕЛЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

*А.М. Телиженко, д-р экон. наук, профессор;
Н.О. Федоренко, студент*

Сумский государственный университет

В статье рассмотрены теоретические и методологические подходы к анализу эффективной структуры капитала. Акцент сделан на исследовании факторов, которые влияют на структуру капитала. Доказана необходимость формирования эффективной структуры капитала. Анализ был проведен, используя метод средневзвешенной стоимости капитала и эффекта финансового левериджа.

ВВЕДЕНИЕ

В современных условиях эффективность хозяйственной деятельности предприятия во многом определяется целенаправленным формированием его капитала. Основной проблемой, возникающей при определении эффективной структуры капитала, является необходимость учета большого числа факторов, которые могут воздействовать на эффективность такой структуры. В настоящее время особую важность при формировании оптимальной структуры капитала приобретают две проблемы: поиск источников формирования капитала и определение эффективной структуры капитала.

Вопросам оптимизации капитала фирмы в настоящий момент уделяется большое внимание. Основные методологические подходы к изучению данной проблемы освещены ведущими учеными – экономистами: Е.Бригхемом [2], И.А.Бланком [1], В.В.Ковалевым [4], Ю.М.Воробьевым [3], Е.С.Стояновой [6], Ф.Модильяни, М.Миллером [5] и др. Однако до сих пор нет единого подхода определения эффективной структуры капитала.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧИ

Вопросы, связанные с разработкой оптимизационных моделей, не получили еще широкого распространения на украинских предприятиях. Формирование структуры капитала на многих предприятиях осуществляется интуитивно или согласно традициям без соответствующего аналитико-математического обоснования.

Целью данной статьи является обоснование применимости методологических подходов для формирования эффективной структуры капитала, позволяющей максимизировать стоимость компании, а также анализ методов, позволяющих сформировать эффективную структуру капитала.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЙ

Соотношение собственного и заемного капитала является одним из главных факторов, позволяющих максимизировать рыночную стоимость компании. Для обоснования оптимальной структуры капитала используются различные методы. Схематично они представлены на рис.1. Наибольшую известность и применение в мировой практике получили статистические модели, обосновывающие существование оптимальной структуры капитала. Согласно данным моделям решение о выборе источников финансирования принимается исходя из оптимальной структуры капитала.

Проведя сравнительную характеристику данных методов (табл.1), считаем целесообразным в условиях украинской экономики применять традиционный подход. Т.к. он отличается ясностью и простотой теоретических предположений и рациональной непротиворечивостью конечных выводов. Сложность применения данного подхода состоит в том, что он не имеет научного обоснования и устанавливает ориентировочное соотношение собственного и заемного капитала. На базе данного метода будем строить дальнейшие выводы.

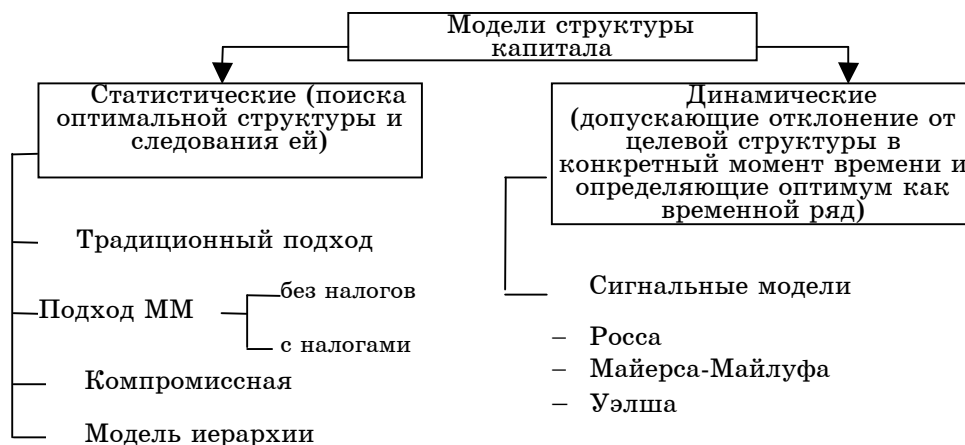


Рисунок 1 – Обоснование структуры капитала различными методами [6, с.152]

При разработке оптимальной структуры капитала необходимо исходить из того, что она имеет оптимальный уровень финансовой зависимости и что такая структура капитала находится в большой зависимости от степени делового риска, присущего данному промышленному сектору. Т.е. необходимо учитывать деятельность конкретно взятой компании, т.к. даже внутри одной отрасли компании могут иметь различную оптимальную структуру капитала.

Отраслевые особенности операционной деятельности предприятия являются одним из факторов, учет которых позволяет целенаправленно формировать структуру капитала. Кроме этого необходимо учитывать стадию жизненного цикла предприятия. Задачей руководства предприятия является определение момента проведения комплекса мероприятий по укреплению финансово-экономической стабильности функционирования предприятия с учетом организационно-экономических особенностей этапа жизненного цикла и, возможно, начала преобразований, связанных с переходом в новое качественное состояние. Учет конъюнктуры финансового рынка позволяет проследить изменение стоимости заемного капитала. Уровень рентабельности операционной деятельности формирует кредитный рейтинг предприятия. Уровень налогообложения прибыли обуславливает разницу в стоимости собственного и заемного капитала. Также необходимо учитывать финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия, уровень концентрации собственного капитала, отношение кредиторов к предприятию, коэффициент операционного левеиджа, конъюнктуру товарного рынка и другое.

Итак, каждая корпорация стремится достичь оптимальности в соотношении между источниками финансирования, так как структура капитала влияет на его стоимость. Увеличение задолженности может повысить риск фирмы, насторожить инвесторов относительно способности фирмы расплатиться со своими кредиторами. Это в свою очередь, может

Таблица 1 – Сравнительная характеристика основных методологических подходов

Признак	Традиционная модель	Модель ММ	Компромиссная модель	Модель иерархии
Научное обоснование	Отсутствует. Оптимальная структура определяется посредством опыта каждой отдельной фирмы	Является единственной научно-обоснованной теорией	Не имеет научного обоснования	Не имеет научного обоснования
Наличие ограничений	Не имеет конкретных ограничений по формированию оптимальной структуры капитала	Выведена при условии соблюдения ряда достаточно жестких ограничений	Не имеет конкретных ограничений по формированию оптимальной структуры капитала	Не имеет конкретных ограничений по формированию оптимальной структуры капитала
Учет рисков	Учитывает финансовый и деловой риски	Учитывает риски, связанные с привлечением капитала	Учитывает риски при привлечении заемного капитала	Минимизирует риски фирмы
Рекомендации по поиску оптимальной структуры	Только констатирует существование оптимальной структуры, но не дает каких –либо четких рекомендаций к поиску данной структуры	Дает рекомендации по поиску оптимальной структуры капитала	Не позволяет конкретной корпорации рассчитать наилучшее сочетание собственного и заемного капиталов, но формулирует общие рекомендации для принятия решений	Не предполагает какого –либо планового соотношения долга и собственного капитала
Возможность максимизации стоимости компании	Определяет оптимальную структуру капитала, которая максимизирует ежегодный доход и цену капитала фирмы	Позволяет выбрать способ финансирования, максимизирующий стоимость компании	При приближении задолженности к 100% из-за резкого роста стоимости акционерного капитала стоимость капитала фирмы максимизируется	Не стремится к максимизации стоимости компании
Учет агентского конфликта	Учитывает конфликт между менеджерами и акционерами, между акционерами и кредиторами	Не учитывает конфликт между менеджерами и акционерами	Учитывает конфликт между менеджерами и акционерами, между акционерами и кредиторами	Не учитывает конфликт между менеджерами и кредиторами

повысить стоимость капитала. При разработке политики в области структуры капитала управляющие корпорацией ставят перед собой определенную цель. Она состоит в увеличении части долга, если необходимые средства выгоднее приобрести в кредит. В другом случае корпорация предпочтет финансированию расширению своей деятельности путем выпуска новых акций. В связи с этим особое значение имеет показатель, который называется финансовый леверидж, т.е. использование ссуд или привилегированных акций для формирования фондов корпорации.

Таким образом, мы определили, что одна из главных задач формирования капитала — оптимизация его структуры с учетом заданного уровня доходности и риска. Однако она может решаться разными методами.

Одним из основных механизмов реализации этой задачи является финансовый леверидж. Данный показатель представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал [4, с.129].

Основным критерием эффективности привлечения заемного капитала является такое соотношение собственного и заемного капитала, при котором увеличивается отдача на собственные средства организации. Известно, что организации (или инвестору) выгодно привлекать заемный капитал, пока доход на ее собственные средства больше, чем процент по кредиту (или когда доходность инвестиционного проекта в целом выше, чем процент по кредиту).

Вместе с тем необходимо учитывать, что в реальной экономике невозможно много брать в долг, т.к. соотношение заемного и собственного капитала ограничено производственными возможностями предприятия и емкостью рынка.

Проанализировав степень воздействия финансового левериджа на уровень рентабельности собственного капитала, можно утверждать:

1 При отсутствии финансового рычага доходность собственного капитала растет и падает строго в соотношении 1:1 (рис.2).

2 При увеличении финансового рычага доходность собственного капитала растет с ускорением (рис.3). Причем чем больше валовая прибыль предприятия, тем сильнее эффект финансового левериджа и тем выше доходность собственного капитала.

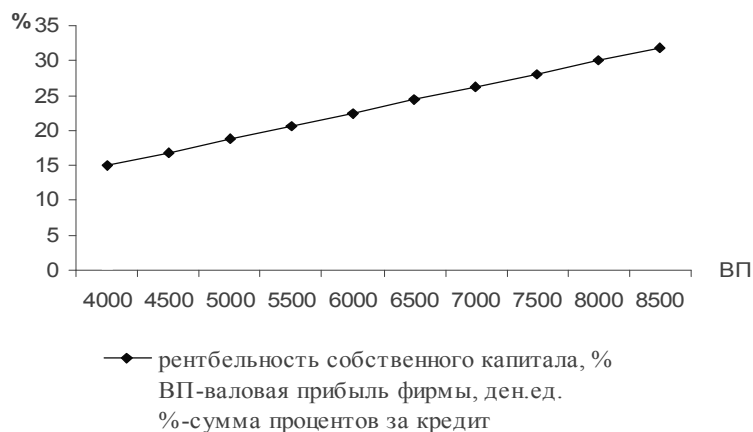
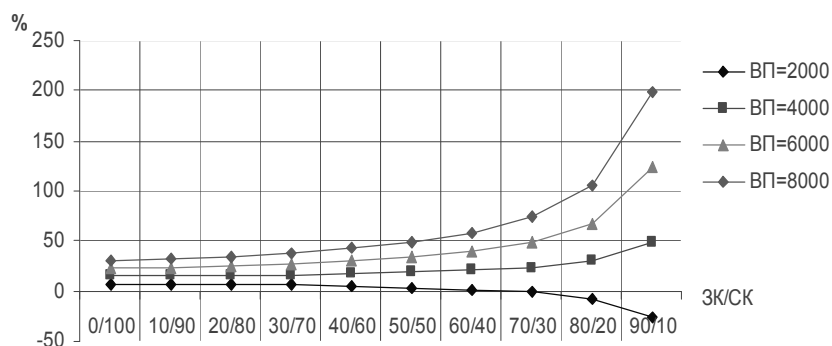


Рисунок 2 - Рентабельность собственного капитала при отсутствии финансового рычага



ВП –валовая прибыль, ден. ед.;
 ЗК –процент заемного капитала в общей структуре;
 СК –процент собственного капитала в общей структуре;
 % -сумма процентов за кредит.

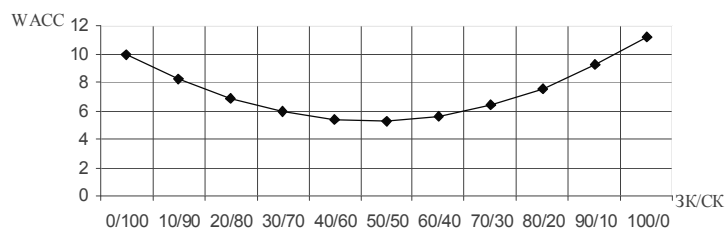
Рисунок 3 – Рентабельность собственного капитала при возрастании финансового рычага

Также необходимо отметить, что формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала.

Наряду с эффектом финансового левериджа можно выделить еще один важнейший критерий оптимизации капитала предприятия – средневзвешенная стоимость капитала.

Как известно, все источники финансирования являются платными. Однако стоимость источников средств различна. Поэтому целесообразно общую стоимость капитала организации рассчитывать по формуле средней арифметической взвешенной, т.е.показателем, отражающим относительный уровень общей суммы расходов на поддержание оптимальной структуры капитала, является средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC). В качестве «весов» каждого элемента выступает его удельный вес в общей сумме сформированного (используемого) или намечаемого к формированию капитала.

Анализ ставки совокупных затрат на капитал показал, что она имеет такую тенденцию (рис.4): сначала совокупные затраты уменьшаются, а достигнув определенного соотношения собственного и заемного капитала, начинают расти.



ЗК –процент заемного капитала в общей структуре;
 СК –процент собственного капитала в общей структуре;
 WACC –средневзвешенная стоимость капитала, %.

Рисунок 4 – Зависимость средневзвешенной стоимости капитала от соотношения собственных и заемных средств

Такую динамику ставки совокупных затрат необходимо рассматривать с позиции анализа накладываемых ограничений на использование собственного и заемного капитала кредиторами и акционерами компании. Как показано на рисунке 5, при высокой доле собственного капитала в компании акционеры предъявляют высокие требования к его использованию. При увеличении доли заемных средств данные ограничения уменьшаются, однако возрастают требования кредиторов. В связи с этим кривая совокупных затрат на капитал до определенного момента спадает, а потом начинает расти.

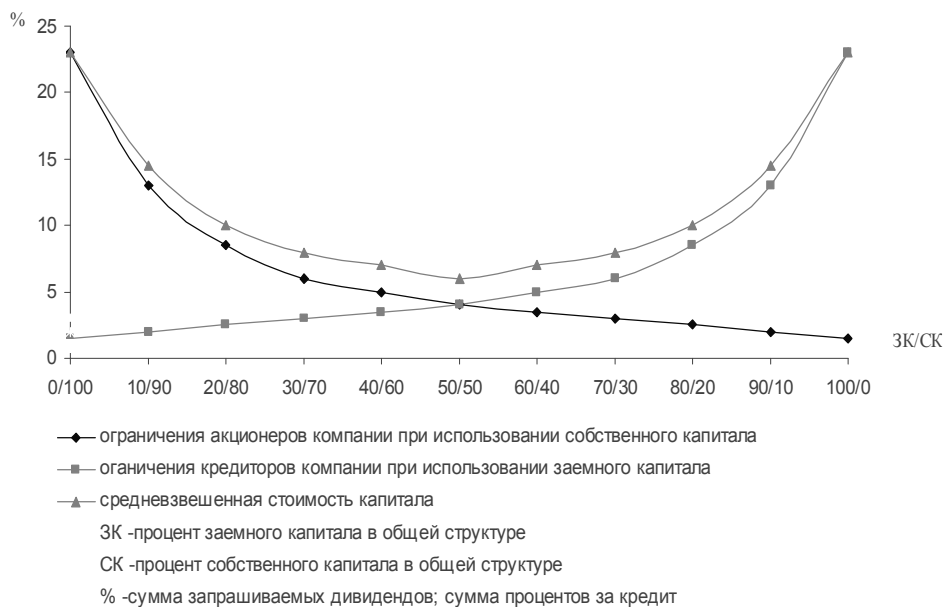


Рисунок 5 - Суммарные затраты фирмы на привлечение капитала с учетом ограничений

Смысл расчета WACC, как и стоимости любого источника, состоит не в оценке сложившегося его значения, а главным образом, в определении стоимости вновь привлекаемой денежной единицы. Считается, что основное предназначение WACC состоит в том, чтобы использовать полученное значение в качестве коэффициента дисконтирования при составлении бюджета капиталовложений. Поскольку в этом случае рассматривается вложение новых средств, релевантными для анализа становятся прогнозные оценки, в том числе и в отношении стоимости капитала. Вместе с тем расчет значения WACC представляет определенный интерес и для аналитика, например, с позиции оценки сложившейся структуры источников средств и связанных с ней расходов.

Значение WACC является относительно стабильной величиной и отражает сложившуюся, а значит являющуюся оптимальной для определенных условий, структуру капитала. Если сложившаяся структура в принципе является удовлетворительной, то она должна поддерживаться при вовлечении новых средств для финансирования инвестиционной деятельности.

Однако ставя задачу поиска эффективной структуры капитала, необходимо учитывать, что не при всех значениях финансового рычага достигается цель роста стоимости компании. В связи с этим задача менеджера состоит в выведении компании в зону оптимальных значений структуры капитала.

Учитывая, что при определении эффективной структуры капитала руководство компании стремится максимизировать уровень чистой прибыли, оставшейся в его распоряжении после всех выплат, расчет средневзвешенной стоимости капитала целесообразно представить в следующем виде:

$$KBP_a \geq \frac{WACC}{1 - T}.$$

То есть, если рентабельность чистых активов выше средневзвешенной стоимости капитала (с поправкой на налог на прибыль), то предприятие способно выплачивать не только проценты по кредитам и обещанные дивиденды, но также часть чистой прибыли реинвестировать в производство.

ВЫВОДЫ

Оптимизация дает возможность не только решить задачу, но и сформировать управленческие действия на основе глубокого неформального анализа среды, в которой функционирует рассматриваемый объект. При формировании эффективной структуры капитала целесообразно использовать два метода: максимизация рентабельности собственного капитала и минимизация общей его стоимости. Однако структура капитала зависит также от состояния экономики страны в целом. Поэтому при ее формировании необходимо учитывать также действие внешних факторов.

SUMMARY

Theoretical and methodical approaches to the analysis of effective capital structure are considered in this article. The accent are made on research of factors witch have an influence on capital structure. The necessity of forming of effective capital structure is substantiated. The analysis was made by using method of weighted average cost of capital and effect of financial leverage.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. - К.: «Ника-Центр», Эльга-2001.- 528 с.
2. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2 т./ Пер. с англ./ Под ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 2001. - Т.1. - 497 с.
3. Воробйов Ю.М. Особливості формування фінансового капіталу підприємств// Фінанси підприємства, 2002.-№2
4. Ковалёв В. В. Управление финансами: Учебное пособие. – М.: ФБК-ПРЕСС, 1998.- 160 с.
5. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теория ММ. - М.: Дело, 1999. – 272 с.
6. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Под. ред. Е.С. Стояновой. – 2 - е изд., перераб. и доп. – М.: Изд. Перспектива, 1997. – 574с.

Поступила в редакцию 10 октября 2006 г.