

Методические подходы к формированию оптимальной структуры капитала

© 2009 Нго Зюю Ань

Московский государственный университет экономики,
статистики и информатики (МЭСИ)

Рассмотрены различные подходы к формированию структуры капитала. Наиболее целесообразно применение подхода финансового леввериджа в качестве оценки эффективности деятельности компании для определения оптимальной структуры капитала.

Ключевые слова: структура капитала, критерии оптимизации, рентабельность собственного капитала.

Структура капитала компании, механизм его формирования и функционирования напрямую определяют успешное развитие и эффективность деятельности хозяйствующего субъекта. Именно выбранные собственниками и менеджерами компании источники инвестиций, их состав и соотношение являются объективной основой возникновения и дальнейшей деятельности компании, а также достижения ею желаемых конечных результатов.

Проблема определения состава и структуры источников инвестиций известна в экономической литературе как проблема структуры капитала и является актуальной не только для российских компаний. По объективным причинам теории структуры капитала начали появляться за рубежом еще в середине XX в., однако, по мнению Р. Брейли и С. Майерса, “до сих пор не существует какой-либо общепризнанной стройной теории структуры капитала”. Соответственно, и на методическом уровне отсутствуют общепотребимые методики определения “оптимальной” структуры капитала, которые учитывали бы специфику деятельности компании и особенности рассматриваемого инвестиционного проекта.

Неоднозначна сама постановка проблемы оптимальной структуры капитала. Так, можно выделить, по крайней мере, несколько критериев, которые могут являться основными при определении “оптимальной” структуры капитала хозяйствующего субъекта:

- политику финансирования активов. Формирование структуры капитала компании с учетом указанного критерия основывается на изучении соотношений между статьями актива и пассива баланса и позволяет определить требуемую величину и долю тех или иных источников финансирования;

- стоимость компании. Существуют различные теории, которые рассматривают взаимосвязь

структуры капитала и стоимость компании как бизнеса. При этом “оптимальной” является структура капитала, максимизирующая рыночную стоимость компании;

- стоимость капитала. Поскольку как собственный, так и заемный капитал имеют для компании свою стоимость - стоимость обслуживания, “оптимальная” структура с этой точки зрения - структура, минимизирующая стоимость капитала;

- риски. При формировании структуры капитала компании приходится нести различные виды рисков. Так, в частности, к ним относятся риск частичного или полного невозврата заемных средств, риск обслуживания долга (невыплаты процентов), риск банкротства. При этом компания может поставить задачу оптимизации структуры капитала при существующих ограничениях с точки зрения снижения определенных видов рисков;

- рентабельность. Общеизвестно, что привлечение заемных средств может вести к увеличению рентабельности собственного капитала предприятия за счет эффекта финансового рычага. Оптимальная структура капитала в данном случае максимизирует рентабельность компании, т.е. позволяет получить наибольшую прибыль при существующем уровне собственных средств.

Кроме того, на основе приведенных критериев можно выделить показатели более сложного порядка, например, соотношение “риск - доходность (рентабельность)”.

Очевидно, что каждый из выделенных критериев оптимизации является по-своему важным и существенным при формировании структуры капитала компании. Тем не менее, на наш взгляд, наиболее значимым из перечисленных показателей деятельности компании, характеризующим эффективность использования капитала, инвестированного ее собственниками, а вместе с тем и их благосостояние, является рентабельность соб-

Сравнительные характеристики отдельных методических подходов к оптимизации структуры капитала на основе критерия рентабельности собственного капитала

Методический подход	Основа подхода	Базовая формула расчета
Подход, основанный на оценке эффекта финансового левериджа	Возможность максимизации рентабельности собственного капитала путем выявления взаимосвязи между чистой прибылью компании и величиной ее валовой прибыли, а также и существования эффекта финансового левериджа, наблюдаемого в результате привлечения заемного капитала в оборот компании	$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{НП}) \cdot (ROA - C_{П}) \cdot 3K / CK,$ <p>где ЭФЛ - эффект финансового левериджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала; $C_{НП}$ - ставка налога на прибыль; ROA - экономическая рентабельность совокупного капитала (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов); $C_{П}$ - размер процентов за кредит, уплачиваемых компанией за использование заемного капитала; $3K$ - заемный капитал; CK - собственный капитал</p>
Подход, основанный на оценке производственно-финансового левериджа	Возможность оптимизации структуры капитала путем выявления и оценки взаимосвязи между показателями валовой прибыли, расходов производственного и финансового характера и чистой прибыли	$DTL = \frac{Q \cdot (P - VC)}{Q \cdot (P - VC) - FC - C_n - (D_{пр} \cdot \frac{1}{1 - C_{НП}})},$ <p>где DTL - уровень производственно-финансового левериджа; Q - объем реализации, шт.; P - цена единицы продукции; VC - величина переменных затрат на единицу продукции; FC - величина постоянных затрат на единицу продукции; $D_{пр}$ - дивиденды по привилегированным акциям</p>
EBIT - EPS-подход	Оптимизация структуры капитала путем выявления такого соотношения источников финансирования деятельности компании, которое позволяет максимизировать показатель "чистой прибыли на акцию" по сравнению с ожидаемым уровнем валовой прибыли	$= \frac{EBIT - FC - C_n}{K_a},$ <p>где EPS - размер чистой прибыли на одну обыкновенную акцию; $EBIT$ - прибыль до вычета процентов по заемному капиталу и уплаты налогов; K_a - количество обыкновенных акций в обращении</p>
Метод "Дюпон"	Разложение формулы расчета доходности собственного капитала на факторы, влияющие на эту доходность, и анализ соотношений, образующих коэффициент ROE	$ROE = ПП \cdot O_a \cdot КФЛ,$ <p>где ПП - прибыльность продаж (отношение чистой прибыли к выручке от реализации продукции); O_a - оборачиваемость активов (отношение выручки от реализации продукции к совокупным активам); $КФЛ$ - коэффициент финансового левериджа (отношение величины совокупных активов к значению величины собственного капитала)</p>

ственного капитала (ROE), ведь одной из основных существенных характеристик капитала как раз и выступает его способность приносить доход. Значимость коэффициента рентабельности собственного капитала и его отнесение к одному из важнейших финансовых коэффициентов подчеркивают и другие экономисты, такие, например, как П. Фитцпатрик, Дж. Х. Блисс, К. Рикей. Таким образом, разделяя взгляды указанных ученых в отношении приоритетности показателя ROE, под оптимальной структурой капи-

тала компании в данной статье мы будем понимать такое соотношение собственного и заемного капитала, которое с учетом особенностей функционирования компании позволяет ей максимизировать рентабельность собственных средств, т.е. получать максимальный размер чистой прибыли на авансированный в деятельность собственный капитал.

Придерживаясь данного определения, рассмотрим базовые принципы существующих методических подходов к оптимизации структуры

капитала именно неплатежеспособной компании на основе критерия рентабельности собственного капитала. Так, например, можно выделить следующие подходы, предлагающие свои методики расчета оптимальной структуры капитала:

- методику расчета эффекта финансового левериджа;
- методику расчета производственно-финансового левериджа;
- EBIT - EPS-подход;
- метод “Дюпон”.

Сравнительные характеристики отмеченных методических подходов, выделенные на основе критериев базового посыла и основной формулы расчета, приведены в таблице.

Рассмотрение и анализ отмеченных подходов формирования структуры капитала позволили автору выявить их общие недостатки, существенно ограничивающие применение подходов на практике:

- 1) отсутствует четкое разделение заемных средств на долгосрочные и краткосрочные;
- 2) не анализируются внутренняя структура собственных и заемных пассивов;
- 3) собственные средства компании определяются как бесплатные и в расчет не берутся, что, на наш взгляд, является неоправданным;
- 4) ни один из вышеуказанных методов не способен в полной мере удовлетворить запросы менеджеров и собственников в отношении принятия решения об оптимальной структуре капитала. Использование данных подходов в процессе моделирования стратегии поведения компании на рынке капитала возможно лишь с учетом ряда оговорок и ограничений.

Автор статьи считает наиболее целесообразным применение подхода финансового левериджа в качестве оценки эффективности деятельности компании. Указанный метод более всего подходит для определения оптимальной структуры капитала. Частично это связано с тем, что его базовая формула уже содержит в себе ссылку на структуру источников финансирования инвестиций компании, а следовательно, задача оптимизации соотношения собственного и заемного капитала сводится лишь к нахождению такого значения плеча финансового рычага (ЗК/СК), при котором эффект финансового левериджа будет максимальным. Кроме того, очевидна и логика отмеченного подхода, ведь, зная механизм воздействия финансового капитала на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска, можно целенаправленно управлять структурой капитала хозяйствующего субъекта. Вместе с тем достаточно очевиден тот факт, что данный показатель оценки эффективности использования заемного капитала, применяемый на практике в своей “классической” форме, не может в полной мере удовлетворить требованиям менеджеров и собственников в части формирования оптимальной, с позиции максимизации рентабельности собственного капитала, структуры долгосрочных пассивов ввиду отмеченных выше недостатков. Показатель нуждается в определенных корректировках, поскольку имеющиеся недочеты методики, на наш взгляд, не позволяют с достаточной степенью объективности судить об оптимальности структуры источников финансирования деятельности компании.

Поступила в редакцию 06.04.2009 г.