

Критический анализ методов оптимизации структуры капитала предприятия

© 2012 Т.И. Гулюгина

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

E-mail: tgulyugina@rambler.ru

В статье рассматриваются основные теории и методы оптимизации структуры капитала предприятия. Приводится их критический анализ, выявляющий их преимущества и недостатки. Рассматривается возможность их применения на практике.

Ключевые слова: капитал, структура капитала, оптимизация структуры капитала.

Управлению структурой капитала посвящен большой объем экономической литературы. Такой интерес объясним тем, что структура капитала описывает соотношение собственных и заемных средств предприятия, в то время как каждое из них характеризуется разной стоимостью и разным влиянием на финансовую устойчивость предприятия. Поэтому оптимизация структуры капитала является одной из основных функций финансового менеджмента.

Широкое освещение в экономической литературе получили классические теории оптимизации структуры капитала, которые систематизированы в различные группы исследователями, занимающимися изучением данной проблемы. В экономической литературе известно несколько классификаций теорий: статические и динамические¹, неоклассические и институциональные² и др. Рассуждать, какая из классификаций является основной, не имеет смысла, поскольку существуют мнения, выступающие как в поддержку данных классификаций, так и критикующие их.

На наш взгляд, было бы логично систематизировать все теории оптимизации структуры капитала по двум направлениям: иррелевантные и релевантные. В основе данного деления - фактор влияния структуры капитала компании на ее рыночную стоимость и стоимость ее капитала. Теории первого направления доказывают, что структура капитала предприятия не влияет на его стоимость, в то время как теории второго направления, напротив, обосновывают влияние структуры капитала на стоимость фирмы. Приведем краткое сравнение основных теорий оптимизации структуры капитала.

Теория чистого операционного дохода Д. Дюранда³, предложенная им в 1952 г., может считаться основой для развития иррелевантных теорий структуры капитала. Основная идея данной теории заключается в том, что с увеличением доли более дешевого заемного источника капитала увеличивается стоимость собственного ка-

питала, в результате чего средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC)⁴ и стоимость компании остаются на том же уровне. Данная теория была построена на трех основных предпосылках: 1) стоимость WACC и стоимость заемного капитала постоянны; 2) стоимость собственного капитала растет при увеличении доли заемного капитала в структуре капитала компании; 3) компания не платит налог на прибыль.

Позднее, в 1963 г., Э. Соломоном была предложена **традиционная теория**⁵, которая является отправным пунктом релевантных теорий структуры капитала. Согласно теории Соломона компания может снизить стоимость капитала и увеличить свою рыночную стоимость, увеличив долю заемного капитала в общей структуре капитала, только до определенного уровня. Выводы теоремы исходят из допущений, что, во-первых, заемный капитал является более дешевым источником, чем собственный, из-за меньшего риска, а во-вторых, компания не платит налог на прибыль.

Недостаток теории Д. Дюранда и традиционной теории Э. Соломона в том, что они основывались на анализе финансовых решений, а не на научных концепциях. Поэтому первой научной работой в области оптимизации структуры капитала считают **работу М. Миллера и Ф. Модильяни** 1958 г.⁶ Данная работа базируется на 9 основных предпосылках: 1) фондовый рынок является совершенным; 2) на рынке присутствует значительное количество продавцов и покупателей; 3) участники фондового рынка (физические и юридические лица) могут занимать и ссужать неограниченные объемы денежных средств под безрисковую ставку процента; 4) отсутствуют издержки банкротства; 5) компании эмитируют только два типа ценных бумаг: безрисковые облигации и рискованные акции; 6) фондовый рынок обладает сильной формой информационной эффективности; 7) отсутствуют агентские издержки - единственная цель ме-

неджеров компании - максимизация благосостояния своих акционеров; 8) отсутствует налогообложение; 9) все потоки денежных средств равны константе.

Результатом данной работы стало доказательство, что рыночная стоимость любого предприятия не зависит от способа ее финансирования, а следовательно, средневзвешенная стоимость капитала не зависит от его структуры. Однако допущения, которые были положены в основу доказательства, являются сильно уязвимыми с точки зрения реального рынка, что не позволяет говорить о практической применимости данной теории.

Во *второй совместной работе Миллера и Модильяни* (1963) авторы убрали из рассмотрения предпосылку об отсутствии налогообложения и доказали, что в присутствии налога на прибыль использование заемных средств приводит к росту стоимости компании, причем, согласно теореме, стоимость компании будет максимальной при 100 %-ном финансировании за счет заемных средств. Это объясняется тем, что проценты, подлежащие уплате по долгу, вычитаются из налогооблагаемой прибыли компании, и, следовательно, чем больше фирма использует заемный капитал, тем большая доля ее прибыли остается в распоряжении инвесторов. В реальности такая структура капитала предприятия является неприемлемой, так как с ростом коэффициента задолженности увеличивается вероятность банкротства компании.

М. Миллер в своей работе⁷ (1977) представил модель, демонстрирующую влияние заемного капитала на стоимость компании с учетом как корпоративных, так и личных налогов. В результате он заключил, что структура капитала не оказывает влияния на рыночную стоимость фирмы и стоимость ее капитала.

При ослаблении предположений об отсутствии издержек банкротства и налогообложения теорема Миллера и Модильяни превращается в *модели стационарного соотношения* (работы А. Крауса и Р. Литценбергера⁸, 1973 г., Д. Скотта⁹, 1976 г. и др.), согласно которым оптимальная структура капитала - это такая структура, при которой приведенная стоимость налоговых щитов¹⁰ полностью покрывает приведенную стоимость ожидаемых издержек банкротства. На практике использование данной модели ограничено, поскольку она не позволяет конкретной компании рассчитать наилучшее сочетание собственного и заемного капитала, но формулирует общие рекомендации для принятия решений.

На ослаблении предположения об информационной эффективности фондового рынка по-

строены *модели асимметричной информации*, которые можно разделить на две группы:

1) *инвестиционные модели*, в которых структура капитала используется менеджерами для повышения эффективности финансирования инвестиционных проектов. Среди инвестиционных моделей одной из основных является теория иерархии (Г. Дональдсон, 1961 г.), согласно которой компании используют внутренние источники финансирования, а когда возникает потребность во внешнем финансировании, предпочитают долговые обязательства акциям;

2) *сигнальные модели*, в которых структура капитала используется менеджерами в качестве своеобразного "передатчика" сигналов от менеджеров компании к внешним инвесторам. Среди сигнальных моделей выделяют модель С. Росса, основное следствие которой формулируется таким образом: при объявлении о проведении эмиссии долговых ценных бумаг курсовая стоимость ценных бумаг компании должна расти.

Предположение Миллера и Модильяни о том, что у компании отсутствуют агентские издержки, в реальности также не выполняется. *Модели агентских издержек* призваны, чтобы рассмотреть влияние данных факторов на структуру капитала компании. Основными исследователями в области взаимосвязи структуры капитала и агентских издержек являются М. Дженсен и У. Меклинг¹¹, модель которых доказывает, что оптимальная структура капитала - это такая структура, при которой приведенные выгоды долгой нагрузки полностью покрываются приведенной стоимостью ожидаемых агентских издержек долгой нагрузки.

Модели корпоративного контроля пытаются объяснить, что структура капитала компании может быть использована как один из методов снижения вероятности враждебного поглощения компании. Основные выводы всех моделей корпоративного контроля схожи: 1) структура капитала оказывает значительное влияние на стоимость компании в момент возникновения угрозы ее поглощения; 2) став целью враждебного поглощения, компания сокращает собственный капитал и наращивает объемы заимствований; 3) текущий менеджмент компании стремится манипулировать исходом враждебного поглощения компании, увеличивая долю обыкновенных акций, находящихся в его собственности посредством структуры капитала.

Модели корпоративного контроля имеют ряд недостатков. Во-первых, они объясняют изменение структуры капитала лишь в краткосрочном периоде и ничего не говорят о том, что будет происходить в долгосрочном периоде. Во-

вторых, данные модели и их выводы крайне примитивны и не объясняют ситуации, связанные с проблемами перераспределения собственности внутри компании и влияния структуры капитала на это перераспределение.

Отличие *модели стэйкхолдеров* от всех вышеупомянутых в том, что она включает не только основных участников (акционеров, держателей долговых обязательств, менеджеров), но и потребителей продукции, поставщиков, работников, конкурентов, общественную среду. Перед данными участниками компания несет прямые и подразумеваемые обязательства (обязательства, которые нельзя оформить с помощью контракта). Цель компании - с помощью структуры капитала минимизировать будущие альтернативные издержки по подразумеваемым обязательствам. Таким образом, компания начинает свое финансирование с эмиссии обыкновенных акций, затем в случае необходимости переходит к гибридным и долговым ценным бумагам и только в крайнем случае задействует резервы собственных средств.

Существует ряд работ, посвященных анализу формирования структуры капитала компании с точки зренияведенческих эффектов, в основе которых лежит принцип нерациональности инвестора. Основными теориями являются: синхронистические теории, теории информационного каскада и теории влияния личных качеств менеджера.

Вышеперечисленные теории оптимизации структуры капитала не нашли широкого применения на практике ввиду жестких предпосылок, на которых они построены, и ограниченности применения их выводов. Однако данные теории явились основой для последующих исследований.

На практике зачастую вопрос о структуре капитала решается на качественном (во многом интуитивном) уровне и задача его оптимизации не ставится вообще (см., например¹²). Особенно это характерно для сравнительно небольших предприятий и обусловлено динамичной сменой как рыночных условий, так и стадий жизненного цикла таких фирм.

Тем не менее можно выделить несколько основных методов, которые применяются для оптимизации структуры капитала на практике.

*Метод оптимизации по соотношению операционного и финансового рычагов*¹³ рассматривает различные соотношения между выручкой, операционной прибылью, расходами производственного и финансового характера и их влияние на чистую прибыль компании. Главное достоинство метода состоит в том, что он позволяет учитывать влияние изменения коммерческих условий

производства на чистую прибыль и доходность владельцев собственного капитала при выборе различной структуры капитала.

*Метод операционной прибыли*¹⁴ направлен на определение допустимого уровня долга в структуре капитала с помощью определения вероятности банкротства. Для каждого уровня финансового рычага определяется вероятность банкротства и сравнивается с неким изначально заданным пороговым значением. Целевым размером долга выступает тот, при котором вероятностью банкротства равна заданной пороговой величине. Главный недостаток метода состоит в том, что он предполагает независимость размера прибыли от финансового рычага компании. Основное достоинство - метод дает предварительную оценку для нахождения оптимальной структуры капитала компании и может являться экспресс-методом.

*Метод EBIT-EPS*¹⁵ базируется на оценке влияния альтернативных долгосрочных вариантов финансирования на значение прибыли на акцию (EPS). Преимущество метода состоит в том, что в качестве независимой величины используется показатель операционной прибыли (EBIT), который не зависит от структуры капитала компании. Главными недостатками метода являются: во-первых, то, что он рассматривает альтернативные варианты финансирования, не допуская их комбинации; во-вторых, то, что в методе максимизируется значение EPS, а не рыночная стоимость компании.

*Метод оценки эффекта финансового левериджа*¹⁶ направлен на максимизацию рентабельности собственного капитала путем выявления взаимосвязи между чистой прибылью компании и величиной ее валовой прибыли и привлечением заемного капитала в оборот компании. Основным недостатком данного метода является то, что он не учитывает внутреннюю структуру собственных и заемных средств и определяет собственные средства компании как бесплатные, что не соответствует действительности.

Помимо рассмотренных выше методов, в экономической литературе можно встретить такие методы, как: метод оптимизации по критерию минимизации уровня финансовых рисков (связан с дифференцированным выбором источников финансирования различных составных частей активов предприятия), метод оптимизации по критерию минимизации его стоимости (рассматриваются различные условия привлечения заемного капитала, и проводятся многовариантные расчеты стоимости капитала).

Таким образом, можно заключить, что рассмотренные выше методы обладают следующи-

ми недостатками. Классические методы основываются на предпосылках, которые не выполняются в условиях рынка, а практические методы не позволяют учитывать явным образом изменения внешней конъюнктуры (изменение рынка, изменение макросреды и т.д.), в то время как такие изменения, безусловно, оказывают влияние на “степень оптимальности” структуры капитала предприятия, к тому же в некоторых методах оптимизация проводится с точки зрения максимизации прибыли, а не стоимости компании, что не соответствует принятой в теории финансового менеджмента основной цели деятельности любой фирмы.

В связи с изложенным, на наш взгляд, оптимизация структуры капитала должна проводиться с учетом влияния изменений внешней конъюнктуры предприятия и строиться на максимизации рыночной стоимости компании.

¹ Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: учеб. для вузов. М., 2000.

² URL: <http://www.finmagazine.ru/2008-12-24-19-17-38.html>.

³ Вихори Дж. Основы финансового менеджмента. М., 2008.

⁴ WACC (weighted average cost of capital) - средневзвешенная стоимость капитала компании, показатель используется при оценке необходимости ин-

вестирования в различные ценные бумаги, проекты и при дисконтировании ожидаемых доходов от инвестиций и измерении стоимости капитала компании.

⁵ Вихори Дж. Указ. соч.

⁶ Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. Vol. 48.

⁷ Miller M. Debt and Taxes // J. of Finance. 1977. May.

⁸ Kraus A., Litzenberger R. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage // J. of Finance. 1973. Vol. 28.

⁹ Scott J.H. A Theory of Optimal Capital Structure Bell // J. of Economics. 1976. Vol. 7.

¹⁰ Налоговый щит - уменьшение размера налоговых обязательств компании, вызванное увеличением затрат, подлежащих вычету из облагаемого дохода (процентных платежей). Размер налогового щита равен ставке налога, умноженной на прирост таких затрат.

¹¹ Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // J. of Financial Economics. 1976. Vol. 3.

¹² Серов М. Как оптимизировать структуру капитала // Генеральный директор. 2007. □2.

¹³ См.: Вихори Дж. Указ. соч.; Теплова Т.В. Указ. соч.

¹⁴ Вихори Дж. Указ. соч.

¹⁵ См.: Вихори Дж. Указ. соч.; Теплова Т.В. Указ. соч.

¹⁶ Загайнова Ю.В. Финансовый леверидж как показатель оптимальности структуры капитала компании // Науч. зап. НГУЭУ. 2006. □ 2.

Поступила в редакцию 04.01.2012 г.