

МЕТОДИКА ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Е. В. Зотова, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов Саранского кооперативного института (филиала) автономной некоммерческой образовательной организации высшего образования Центросоюза Российской Федерации «Российский университет кооперации»

Раскрывается содержание основных этапов процесса оптимизации структуры капитала; приводятся коэффициенты, характеризующие эффективность использования капитала; обосновывается их практическое значение.

Ключевые слова: капитал, стоимость, финансовый рычаг, финансовый леверидж, операционный леверидж.

В настоящее время оптимизация структуры капитала является одной из наиболее сложных задач при формировании финансовой стратегии предприятия. Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных финансовых ресурсов, при котором можно достичь наиболее эффективной пропорциональности между коэффициентами финансовой рентабельности и финансовой устойчивости организации, т. е. такое, при котором рыночная стоимость капитала максимизируется.

В экономической литературе представлены различные теоретические подходы и рекомендации по оптимизации структуры капитала. Проблемы оценки капитала и его оптимизации разрабатывали многие отечественные и зарубежные ученые: Т. Ю. Мазурина, Л. Г. Скамай, В. С. Гроссу А. А. Канке, И. П. Кошечая, Л. М. Бурмистрова, М. А. Конищева, О. И. Курган, Ю. И. Черкасова, Г. Б. Поляк и др. Они придерживаются мнения, что сущности капитала как категории присуща многоаспектность, поскольку капитал – это и один из факторов производства; и совокупные ресурсы, используемые в хозяйственной деятельности и приносящие доход; и источник благосостояния учредителей, собственников. Капитал и его изменения являются важнейшими

характеристиками уровня эффективности функционирующих предприятий; это первоначальная сумма средств, которая необходима для начала хозяйственной деятельности.

Процесс оптимизации структуры капитала предприятия проводится поэтапно:

- 1) анализ структуры капитала предприятия;
- 2) учет влияния основных факторов на формирование структуры капитала;
- 3) оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности;
- 4) оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков;
- 5) оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости;
- б) формирование показателей структуры капитала.

Рассмотрим их подробнее.

При оптимизации структуры капитала для ООО необходимо учитывать следующие соотношения чистых активов (ЧА) и уставного капитала (УК):

$ЧА > УК$ – общество работает эффективно;

$ЧА < УК$ – необходимо уменьшить уставный капитал до величины, не превышающей стоимость чистых активов;

$ЧА < \min УК (10\ 000\ руб.)$ – общество подлежит ликвидации в судебном порядке.

Анализ состава и структуры собственного капитала позволяет оценить соотношение его слагаемых. При этом возможны различные комбинации расширения собственного капитала. Предприятие должно ориентироваться на увеличение нераспределенной прибыли. Из-за трудности привлечения внешних источников собственного капитала руководству необходимо понять, какой темп роста можно поддержать за счет внутренних источников. Т. Ю. Мазурина предлагает использовать модель Р. Хиггинса [4, с. 59]:

$$g = \frac{m * (1 - d) * \left(\frac{A}{E}\right)}{\left(\frac{A}{S}\right) - m * (1 - d) * \left(\frac{A}{E}\right)} \quad (1)$$

где g – темп роста собственного капитала (внутренний темп роста); m – норма чистой прибыли или рентабельность продаж, рассчитанная по чистой прибыли; d – плановая норма выплаты дивидендов в сумме чистой прибыли; A/E – коэффициент Активы/Собственный капитал; A/S – коэффициент Активы/Выручка.

Модель Р. Хиггинса позволяет увидеть, как увеличить темпы роста собственного капитала без привлечения его внешних источников, за счет расширения использования долговых обязательств и доли нераспределенной прибыли, уменьшения коэффициента Активы/Выручка. Следует учитывать, что стратегия управления собственным капиталом нацелена на максимизацию рыночной стоимости бизнеса.

Использование собственного капитала имеет преимущества и недостатки. В качестве преимущества укажем простоту этого способа для привлечения капитала и на долгосрочной основе, как недостатки – ограниченность объемов привлечения, более высокую стоимость по сравнению с заемным капиталом (в отличие от заемных средств не реализуется возможность прироста рентабельности, генерирующей эффект финансового левериджа).

Превышение масштабов реализации над величиной вложенного капитала ведет к увеличению кредитных ресурсов и обеспечивает более активное участие кредитных средств в производстве. Низкие показатели оборачиваемости означают неэффективное использование собственных средств и предполагают необходимость их вложения в более выгодные источники доходов.

Коэффициенты структуры капитала характеризуют степень защищенности интересов кредиторов и инвесторов, а также возможность предприятия погасить долгосрочную задолженность, поэтому их часто называют коэффициентами платежеспособности. Высокий удельный вес

заемного капитала в общем объеме собственного капитала и стабильно высокое значение коэффициента автономии свойственны стабильной финансовой структуре финансовых средств предприятия, что положительно оценивается кредиторами. Применение только собственных финансовых ресурсов не всегда выгодно.

Доля собственного капитала в объеме источников средств на уровне 60 % (оптимальное значение коэффициента 0,5) указывает на стабильное положение предприятий и привлекает кредиторов к сотрудничеству [2, с. 68]. Важной задачей при выработке стратегии формирования финансовых ресурсов является максимизация уровня рентабельности собственного капитала при заданном уровне финансового риска. Решение этой задачи заключается в расчете эффективности использования заемного капитала, исчисляемой показателем «эффект финансового рычага».

Финансовый рычаг показывает, как предприятие использует заемные средства и как они влияют на уровень рентабельности собственности капитала при заданном уровне финансового риска; характеризует соотношение всех активов с собственным капиталом. Эффект финансового рычага исчисляется его умножением на показатель экономической рентабельности, т. е. характеризует рентабельность собственного капитала (отношение прибыли к собственному капиталу) [3, с. 123]. Финансовый рычаг относится к объективным факторам получения прибыли на собственный капитал. Эффект финансового рычага рассчитывается по формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - n) * (\text{ЭР} - \text{Сп}) * \text{Зк} / \text{Ск}, \quad (2)$$

где n – ставка налога на прибыль; ЭР – экономическая рентабельность активов; Сп – средняя процентная ставка по кредиту; Зк – заемный капитал; Ск – собственный капитал.

Эффект финансового рычага показывает, сколько заемных средств приходится на рубль собственных финансовых ресурсов. Для более результативного управления данным показателем важно учитывать влияние налогового корректора, не зависящее от деятельности предприятия. Оценить

его можно с помощью дифференциала финансового рычага и коэффициента финансового рычага. Первый является положительной величиной, и чем он выше, тем больше эффект. Рост этого показателя требует постоянного мониторинга для учета влияния факторов и управления эффектом финансового рычага.

Привлечение заемных финансовых ресурсов связано с некоторыми ограничениями. Как показывает практика, при ухудшении конъюнктуры финансового рынка стоимость заемных финансовых ресурсов увеличивается. Однако превышение ею уровня прибыли может привести к снижению финансовой устойчивости предприятия и росту риска банкротства.

Дифференциал финансового рычага может быть отрицательным или равен нулю. В первом случае рентабельность будет снижаться, в последнем заемный капитал не дает прироста рентабельности собственного капитала. Это обусловлено тем, что часть прибыли, получаемой за счет использования собственных финансовых ресурсов, будет направлена на уплату по высоким ставкам процента за обслуживание заемных финансовых ресурсов.

Сегодня не существует единых рецептов эффективного соотношения собственного и заемного капитала не только для разных предприятий, занимающихся одним видом деятельности, но даже для отдельного предприятия при различной конъюнктуре товарного и финансового рынков. Целенаправленно формировать структуру капитала, которая обеспечит его наиболее эффективное использование на предприятии, позволяет учет следующих объективных и субъективных факторов:

– отраслевые особенности функционирования предприятия, характер которых определяет структуру активов предприятия, их ликвидность, продолжительность операционного цикла. Предприятия с высоким уровнем фондоемкости при высокой доле внеоборотных активов, как правило, имеют невысокий кредитный рейтинг и ориентированы в деятельности на использование собственного капитала. Чем ниже временной лаг операционного цикла, тем шире применяется заемный капитал;

– стадия жизненного цикла. Предприятия, находящиеся на ранних этапах жизненного цикла и являющиеся конкурентоспособными, чаще привлекают для своего развития заемный капитал. Хотя для них стоимость такого капитала может быть выше среднерыночной, уровень финансовых рисков более высокий, что учитывают их кредиторы;

– конъюнктура товарного рынка. Стабильная конъюнктура предполагает более высокое и безопасное использование заемного капитала, и наоборот – в случае дестабилизации ситуации сокращается доля использования заемного капитала, увеличивается риск потери платежеспособности, поэтому необходимо снижать коэффициент финансового левериджа за счет уменьшения объема использования заемного капитала;

– конъюнктура финансового рынка, обуславливающая изменение стоимости заемного капитала. При существенном возрастании стоимости заемного капитала коэффициент финансового левериджа может иметь отрицательное значение, что приведет к резкому снижению уровня финансовой рентабельности, а иногда и к убыточной деятельности предприятия. При снижении стоимости заемного капитала уменьшается эффективность использования долгосрочного заемного капитала. Конъюнктура финансового рынка оказывает влияние и на стоимость привлечения собственного капитала из внешних источников: с увеличением нормы ссудного процента ужесточаются требования инвесторов к норме прибыли на вложенный капитал;

– уровень рентабельности операционной деятельности. Высокий уровень рентабельности повышает кредитный рейтинг предприятия и расширяет потенциальные возможности использования заемного капитала. Однако этот потенциал может остаться невостребованным, так как предприятие может удовлетворить дополнительную потребность в капитале за счет более высокого уровня капитализации полученной прибыли;

– коэффициент операционного левериджа. Увеличение прибыли возможно за счет совместного проявления эффекта операционного и финансового левериджа. Предприятия с нарастающим объемом деятельности,

но низким коэффициентом операционного левеиджа в силу отраслевых особенностей, могут увеличить данный коэффициент, т. е. привлечь большую долю заемных средств в общей сумме капитала;

– отношение кредиторов к предприятию. При оценке кредитного рейтинга предприятия кредиторы руководствуются критериями, которые не всегда совпадают с показателями внутренней оценки кредитоспособности предприятия. Иногда, в ситуации высокой финансовой устойчивости фирмы, кредиторы могут основываться на критериях, формирующих ее негативный имидж и снижающих ее кредитный рейтинг. Это отрицательно сказывается на возможности привлечения заемного капитала, снижает финансовую гибкость предприятия, т. е. способность оперативно формировать капитал за счет внешних источников;

– уровень налогообложения прибыли. При низких ставках налога на прибыль или использовании налоговых льгот на прибыль разница в стоимости собственного и заемного капитала, привлекаемого из внешних источников, сокращается. В таких условиях рациональным является формирование капитала из внешних источников за счет выпуска акций либо привлечения дополнительного паевого капитала. При высокой ставке налога на прибыль повышается эффективность привлечения заемного капитала;

– менталитет собственников и менеджеров предприятия. Непонимание высокого уровня рисков формирует консервативный подход собственников и менеджеров к финансированию предприятия, основу которого составляет собственный капитал. И наоборот, погоня за высокой прибылью на собственный капитал, не смотря на высокий уровень рисков, создает агрессивный подход к развитию предприятия, когда заемный капитал используется по максимуму;

– уровень концентрации собственного капитала. Для сохранения финансового контроля над управлением предприятием его владельцам не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников.

Для оптимизации структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности применяется механизм финансового левеиджа. Рассчитывается соотношение заемного и собственного капитала при финансовом левеидже 1,0; 0; -1,0. Чем выше его уровень, тем выше финансовый риск компании [1, с. 115].

Финансовый левеидж рассчитывается по формуле:

$$L_{\text{фин}} = Z_{\text{к}} / C_{\text{к}}. \quad (3)$$

Осуществление многовариантных расчетов с использованием механизма финансового левеиджа позволяет определить оптимальную структуру капитала, обеспечивающую максимальный уровень финансовой рентабельности.

При оптимизации структуры капитала по критерию минимизации его стоимости нужно учитывать влияние множества факторов, а именно:

- темпов развития предприятия. Чем они выше, тем больше потребность в заемном капитале;

- налогового бремени. При увеличении налогов проявляется склонность предприятия к долгосрочному финансированию с целью частичного уменьшения налоговой базы, хотя бы за счет процентов по заемным средствам;

- структуры активов организации. Наличие высоколиквидных активов упрощает получение заемных средств;

- уровня доходности организации. Высокая доходность способствует привлечению заемного капитала, однако предприятия предпочитают ограничиваться использованием собственного капитала по причине достаточности нераспределенной прибыли.

Выбор соотношения собственного и заемного капитала должен определяться такой финансовой политикой, которая может привести к максимизации стоимости компании.

Стоимость капитала представляет собой ставку доходности, которую организация может предложить инвесторам при определенном уровне риска по каждому источнику финансирования. Стоимость предприятия может быть

максимальной, если средневзвешенная стоимость капитала сводится к минимуму. Это объясняется тем, что средневзвешенная стоимость капитала – практически процентная ставка, связанная с движением денежных средств предприятия. Так как стоимость и процентная ставка изменяются в противоположных направлениях, процесс минимизации средневзвешенной стоимости капитала приведет к увеличению денежной наличности организации, поэтому желаемое соотношение собственного и заемного капитала будет представлять собой оптимальную структуру капитала. Иначе говоря, капитал, сформированный таким образом, обеспечит максимальную ее стоимость при минимальном значении показателя средневзвешенной стоимости капитала и минимальном уровне финансовых рисков [4, с. 87]. Именно это является основным критерием оптимизации структуры капитала организации.

Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков связана с дифференцированным выбором источников финансирования разных составляющих активов организации. Рассматриваются внеоборотные и оборотные активы, в том числе их постоянная и переменная части. Учитывая финансовые риски, собственники или менеджеры организации выбирают один из предлагаемых вариантов финансирования активов. Поскольку долгосрочные займы и ссуды предоставляются организациям крайне редко, предполагаемая модель финансирования будет представлять собой соотношение собственного и краткосрочного заемного капитала, т. е. оптимизировать его структуру с этих позиций.

При формировании показателя целевой структуры капитала рассчитываются предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала, которая позволит определить его конкретные значения на плановый период. При этом учитываются рассмотренные выше факторы, характеризующие особенности деятельности и функционирования данного предприятия. Окончательное решение собственников или менеджеров позволяет определить на плановый период показатель целевой структуры капитала, в соответствии с которым будет

осуществляться привлечение финансовых ресурсов из соответствующих источников.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. *Кобелева, И. В.* Анализ финансово-хозяйственной деятельности коммерческих организаций / И. В. Кобелева, Н. С. Ивашина : учеб. пособие. – М. : ИНФРА–М, 2015. – 256 с.

2. *Куприянова, Л. М.* Финансовый анализ : учеб. пособие [Электронный ресурс] / Л. М. Куприянова. – М. : ИНФРА–М, 2015. – 157 с. – Режим доступа: <http://www.znaniium.com>.

3. *Финансы : учебник* / В. А. Слепов, А. Ф. Арсланов, В. К. Бурлачков [и др.] ; 4-е изд., перераб. и доп. – М. : Магистр ; ИНФРА–М, 2015. – 336 с.

4. *Финансы организаций (предприятий) : учебник* / Т. Ю. Мазурина, Л. Г. Скамай, В. С. Гроссу. – М. : ИНФРА-М, 2015. – 528 с.