

Механизм управления и оптимизации структуры капитала

*Крапивин С.В.,
финансовый директор ООО «Дальстрой»
E-mail: sereza08@mail.ru
Россия, Владивосток*

Современные теории структуры капитала базируются на сравнении затрат на привлечение собственного и заемного капитала и степени влияния различных комбинированных вариантов финансирования на рыночную оценку. Оптимальная структура капитала подразумевает такое сочетание собственного и заемного капитала, которое обеспечивает максимум рыночной оценки всего капитала. Поиск такого соотношения — проблема, решаемая теорией структуры капитала.

Наибольшую известность и распространение в мировой практике получили статические теории структуры капитала, обосновывающие существование оптимальной структуры, которая максимизирует оценку капитала. Эти теории рекомендуют принимать решение о выборе источников финансирования (собственные или заемные средства), исходя из оптимальной структуры капитала.

Теория Модильяни – Миллера

Основоположники теории структуры капитала в своих работах, впервые опубликованных в 1958 г., сделали вывод о независимости стоимости фирмы и общей стоимости капитала от структуры и источников финансирования, следовательно, их нельзя оптимизировать, нельзя и наращивать рыночную стоимость предприятия за счет изменения структуры капитала [1]. При обосновании своего подхода авторы ввели в явном или неявном виде ряд ограничений:

- на рынке существуют финансово зависимые и финансово независимые предприятия;
- предполагается наличие эффективного рынка капитала, подразумевающего бесплатность информации, ее равнодоступность для всех заинтересованных лиц, отсутствие трансакционных расходов, возможность любого дробления ценных бумаг, рациональность поведения инвесторов;
- компании эмитируют только два типа обязательств: долговые с безрисковой ставкой (облигации) и рисковый капитал (акции);
- физические лица могут осуществлять ссудозаемные операции по безрисковой ставке;
- отсутствуют затраты, связанные с банкротством;
- все компании находятся в одной группе риска;
- ожидаемые денежные потоки представляют собой бессрочные аннуитеты (то есть рост доходов не предполагается);
- отсутствуют налоги [1].

Очевидно, что некоторые ограничения вряд ли можно признать реалистичными, однако дальнейшие исследования показали, что это не оказывает существенного влияния на основные выводы, полученные Модильяни и Миллером. Кроме того, некоторые ограничения позднее были уточнены или вовсе сняты. Полученные этими исследователями результаты зависят от предпосылки о наличии или отсутствии налогов на доходы юридических и физических лиц. В условиях сделанных предположений Модильяни и Миллер доказали два утверждения.

- рыночная стоимость предприятия не зависит от структуры капитала и определяется путем капитализации ее операционной прибыли (прибыли до вычета процентов и налогов) по ставке, соответствующей классу риска данного предприятия;

- стоимость собственного капитала финансово зависимого предприятия представляет собой сумму стоимости собственного капитала аналогичной (по доходу и уровню риска) финансово независимого предприятия и премии за риск, равной произведению разности стоимостей собственного и заемного капитала на величину финансового левериджа.

В 1963 г. Модильяни и Миллер опубликовали вторую статью, посвященную структуре капитала, в которой рассмотрели ситуацию, когда не накладывается условие об отсутствии налогов. Структура капитала оказывает влияние на рыночную стоимость предприятия. Их разработки вновь представлены в виде двух утверждений:

- рыночная стоимость финансово зависимого предприятия равна сумме рыночной стоимости финансово независимого предприятия той же группы риска и эффекта финансового левериджа, равного произведению ставки налога на прибыль фирмы и величины заемного капитала в рыночной оценке;

- стоимость собственного капитала финансово зависимого предприятия представляет собой сумму стоимости собственного капитала аналогичного (по доходу и уровню риска) финансово независимого предприятия и премии за риск, равной произведению разности стоимостей собственного и заемного капитала и величины финансового левериджа с поправкой, учитывающей экономию на налогах. [2]

Из приведенных утверждений следует, что рыночная стоимость компании увеличивается с ростом финансового левериджа и теоретически достигает максимума при 100%-м финансировании за счет заемного капитала. Что касается стоимости собственного капитала, то она растет, но меньшими темпами, чем в условиях предпосылки об отсутствии налогов. С позиции практиков абсурдным представляется очевидное следствие из теории Модильяни–Миллера о том, что для максимизации своей рыночной стоимости предприятия должны прибегать к 100%-му заемному финансированию, чего не может быть. Следовать рекомендациям этой теории в строгом смысле практически невозможно [3].

Традиционный подход

До работ Модильяни–Миллера по теории структуры капитала (до 1958 г.) был распространен подход, основанный на анализе финансовых

решений. Его последователи считают, во-первых, что стоимость капитала предприятия зависит от его структуры, во-вторых, что существует оптимальная структура капитала, минимизирующая значение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и, следовательно, максимизирующая рыночную стоимость предприятия. Средневзвешенная стоимость капитала зависит от стоимости его составляющих, обобщенно подразделяемых на два вида: собственный и заемный капитал. В зависимости от структуры капитала, стоимость каждого из этих источников меняется, причем темпы изменения различны.

Многочисленные исследования показали, что умеренный рост доли заемных средств, то есть некоторое повышение финансового риска, не вызывает немедленной реакции акционеров и кредиторов в плане увеличения требуемой доходности, однако при превышении некоторого порога безопасности ситуация меняется, и требуется большая доходность для компенсации риска. Одновременно стоимость заемного капитала, оставаясь сначала практически неизменной, при определенном изменении состава источников начинает возрастать.

Поскольку, как отмечалось выше, стоимость заемного капитала в среднем ниже, чем стоимость собственного капитала, существует структура капитала, называемая оптимальной, при которой показатель WACC имеет минимальное значение, а следовательно, рыночная стоимость предприятия будет максимальной [4].

Компромиссная модель

В настоящее время наибольшее признание получила компромиссная теория структуры капитала, которая предполагает, что фирмы выбирают источники финансирования, исходя из баланса издержек банкротства и налогового преимущества долга. Основная идея данной теории состоит в том, что оптимальной является такая структура капитала, при которой приведенная стоимость налоговых щитов полностью покрывает приведенную стоимость ожидаемых издержек банкротства. Привлечение заемных средств на определенном этапе способствует повышению рыночной стоимости компании, то есть является вполне оправданным. Однако по мере роста финансового левериджа появляются и возрастают затраты, обусловленные увеличением риска возможных финансовых затруднений и агентскими отношениями. Эти затраты нивелируют положительный эффект заемного финансирования, то есть при достижении некоторого критического уровня доли заемных средств, при котором рыночная стоимость компании максимальна, любое решение, связанное с дальнейшим снижением доли собственного капитала, приводит лишь к ухудшению положения компании на рынке капитала.

В данной теории доказано, что стоимость фирмы растет вместе с величиной левериджа за счет экономии на налоге до определенного момента, когда достигается оптимальная структура. Между тем, чем больше доля заемных средств в общей величине капитала, тем больше финансовый риск и

угроза банкротства, что ведет к повышению требуемой собственниками капитала доходности [5].

Модель агентских издержек

Значимость агентских отношений растет по мере усложнения форм организации бизнеса, передачи функций его оперативного управления от предпринимателей в руки управленцев. Агентские отношения — отношения, возникающие в тех случаях, когда одно лицо (исполнитель, агент) действует по поручению другого (поручителя, принципала). Агентские издержки проявляются в результате взаимоотношений «владелец компании — управленческий персонал» и «акционеры — держатели облигаций и прочие инвесторы»).

Первый тип издержек вызван тем, что интересы владельцев компании и ее управленческого персонала не обязательно совпадают, что приводит к необходимости создания систем контроля, то есть к очевидным издержкам. Второй тип издержек обусловлен возможностью принимать решения в интересах акционеров, но в ущерб прочим инвесторам. Менеджеры могут не всегда действовать в наилучших интересах собственников. У любого менеджера есть масса причин, чтобы принимать такие финансовые и инвестиционные решения, которые бы максимизировали прежде всего его собственное благосостояние, а не благосостояние собственников предприятия [6].

М. Дженсен и У. Меклинг предлагают решать агентские проблемы с помощью заемного финансирования. Поскольку корпоративные менеджеры предпочитают чистую прибыль направлять не на дивиденды, а на финансирование инвестиционных проектов (далеко не всегда выгодных), то авторы предлагают значительную долю чистой прибыли выплачивать акционерам, а инвестиционные проекты финансировать за счет наращивания заемного капитала.

Увеличение налоговой нагрузки приводит к тому, что менеджменту становится сложнее «уводить» свободные денежные средства акционеров на финансирование неэффективных проектов, так как платежи за заемные средства носят фиксированный и обязательный характер.

Главный вывод модели агентских издержек в отношении структуры капитала можно сформулировать следующим образом: оптимальная структура капитала — это такая структура, при которой приведенные выгоды долговой нагрузки покрывают приведенную стоимость издержек долговой нагрузки из-за нехватки ресурсов для финансирования прибыльных инвестиционных проектов [7].

Теории структуры капитала базируются на сравнении затрат на привлечение собственного и заемного капитала, и анализе влияния различных комбинированных вариантов финансирования на рыночную оценку. Текущая рыночная оценка определяется как сумма финансовых потоков, порождаемых вложенными средствами. Теории структуры капитала решает вопрос влияет ли на текущую оценку, какие элементы капитала задействованы и в какой пропорции. Если пропорции между элементами капитала важны (прежде всего

соотношение собственного и заемного капитала), то какая пропорция обеспечит максимум текущей оценки вложенного капитала в отдельную компанию.

На наш взгляд, наиболее применима компромиссная теория структуры капитала (оптимальная структура находится как компромисс между налоговыми преимуществами привлечения заемного капитала и издержками банкротства), которая не позволяет конкретной компании рассчитать наилучшее сочетание собственного и заемного капитала, но формулирует общие рекомендации для принятия решений. К достоинствам этой модели можно отнести то, что структура компании определяется динамически, а также то, что фирма не может достигнуть оптимального результата мгновенно. Однако компромиссная модель имеет и свои недостатки: анализ построен на дифференциальных уравнениях, и фирма не может менять объемы выпуска продукции.

Список литературы

1. Приходько Е.В. Управление капиталом коммерческой организации: методическое обеспечение // Проблемы теории и практики управления. 2010. № 3. С. 64–75.
2. Пятова М.С. Современные проблемы формирования капитала российских организаций через механизм финансового рынка // Проблемы учета и финансов. № 2 (14), 2014. С. 57–61.
3. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. В 2 т. М.: Наука, 1993. 570 с.
4. Турченко А.А. Публичные предложения акций как способ привлечения капитала компанией: Автореф. дис. ... канд. экон. наук / Байкал. гос. ун-т экономики и права. Иркутск, 2012. 23 с.
5. Финансовый менеджмент / Под ред. Г.Б. Поляка. М.: ЮНИТИ, 2002.
6. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал. М.: Прогресс, 1988. 191 с.
7. Шумпетер Й. Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982.