

СТРУКТУРА КАПИТАЛА КАК ОБЪЕКТ УПРАВЛЕНИЯ В СИСТЕМЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Е. Ю. Ключева, канд. экон. наук, доцент кафедры менеджмента ГОУВПО «МГУ им. Н.П. Огарева»

В статье рассматриваются основные достоинства и недостатки собственных и заемных источников финансирования деятельности предприятия, особенности формирования структуры капитала компании, обосновывается необходимость управления ею

Ключевые слова: капитал, структура капитала, эффект финансового рычага

В научной литературе принято выделять три основных фактора производства, от которых зависит деятельность любой компании: капитал, природные ресурсы, включая землю, и трудовые ресурсы. По своей сути они являются производственными ресурсами и, следовательно, их использование в производстве связано с затратами, которые нужно понести для привлечения данного ресурса (дивиденды, проценты и заработная плата). С позиции владельцев предприятия доминирующую роль, несомненно, играют финансовые ресурсы, поэтому вполне естественно, что в финансовом менеджменте особое место занимают вопросы, связанные с управлением капиталом и источниками его образования.

Именно структура капитала, под которой понимают соотношение между собственными и заемными источниками финансирования деятельности компании, является одним из важнейших факторов, способных влиять на уровень рентабельности собственного капитала, а, соответственно, и на стоимость компании.

Вопрос нахождения оптимальной структуры капитала, то есть такого соотношения собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, а значит максимизируется его рыночная стоимость, уже долгое время захватывает умы многих экономистов.

Исследуя структуру капитала компании, прежде всего, необходимо отметить, что как отечественными, так и зарубежными авторами (Бланк И.А., Ковалев В.В.) обычно рассматриваются две основные схемы финансирования, используемые при формировании структуры капитала:

1. Полное самофинансирование предусматривает формирование капитала предприятия исключительно за счет собственных его видов. Такая форма финансирования характерна для тех случаев, когда доступ предприятия к заемным источникам капитала затруднен.

2. Смешанное финансирование предусматривает формирование капитала

за счет как собственных, так и заемных его видов, привлекаемых в различных пропорциях [1], [2].

При этом совокупность всех источников финансирования можно представить следующим образом (рисунок 1):



Р и с у н о к 1 Состав источников формирования капитала предприятия

Управление структурой капитала, то есть определение величины и соотношения источников финансирования неразрывно связано с учетом особенностей использования как собственного, так и заемного капитала.

Собственные и заемные источники средств различаются по целому ряду параметров. Основные из них представлены в таблице 1.

Предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость, но ограничивает темпы своего развития, так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал, которые дает использование заемного капитала.

Практически все зарубежные и отечественные экономисты, рассматривающие проблемы управления капиталом в целом и его структурой, в частности, отмечают, что значительная доля заемных средств в структуре капитала компании обусловлена эффектом финансового рычага (финансовым левериджем). Действие его проявляется в том, что предприятие, которое

рационально использует заемные средства, несмотря на их платность, имеет более высокую рентабельность собственных средств.

Т а б л и ц а 1

Основные отличия собственных и заемных источников финансирования предприятия

Признак	Вид источника средств по принадлежности предприятию	
	собственный	заемный
Право на участие в управлении предприятием	дает	не дает
Право на получение части прибыли и имущества	по остаточному принципу	первоочередное
Необходимость привлечения других хозяйствующих субъектов	не существует	существует в любом случае
Срок возврата капитала	не установлен	строго определен условиями договора
Риск банкротства при дополнительном привлечении	не возрастает	возрастает существенно
Возможность снижения налога на прибыль	нет	есть
Стоимость привлечения	высокая	сравнительно невысокая

Иными словами, финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал. Действительно, многочисленные исследования показали, что с ростом доли заемных средств в общей сумме источников долгосрочного капитала доходность собственного капитала постоянно увеличивается возрастающими темпами, а цена заемного, оставаясь первоначально практически неизменной, затем тоже начинает возрастать [3].

Показатель, отражающий приращение к рентабельности собственных средств, получаемое за счет использования кредита, несмотря на его платность, определяется в работах большинства экономистов (Бланк, Стоянова и др.) как эффект финансового левериджа. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СНП}) \times (\text{ЭР} - \text{СРСП}) \times (\text{ЗС} / \text{СС}), \quad (1)$$

где ЭФР - уровень эффекта финансового рычага, %;

СНП - ставка налогообложения прибыли, выраженная десятичной дробью;

ЭР - экономическая рентабельность активов (отношение прибыли до выплаты процентов за кредит и налога на прибыль к величине активов);

СРСП - средняя расчетная ставка процента;

ЗС – средняя величина заемных средств в анализируемом периоде;

СС – средняя величина собственных средств.

При этом величину средней расчетной ставки процента (СРСП) рассчитывают следующим образом:

$$\text{СРСП} = \text{Общая сумма фактических финансовых издержек по всем заемным}$$

средствам в анализируемом периоде /Общая сумма заемных средств, используемая в данном периоде

Приведенная формула расчета эффекта финансового левериджа позволяет выделить в ней три основные составляющие:

1. Налоговый корректор финансового левериджа ($1 - C_{np}$), который показывает, в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

2. Дифференциал финансового левериджа ($\Delta P - C_{PCP}$), который характеризует разницу между коэффициентом экономической рентабельности активов и средним размером процента за кредит.

3. Плечо финансового рычага (ZK/CK), которое характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять изменением эффекта финансового рычага при формировании структуры капитала.

Так, налоговый корректор финансового левериджа практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем, в процессе управления финансовым левериджем дифференциальный налоговый корректор может быть использован в следующих случаях:

а) если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;

б) если по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;

в) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;

г) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в государствах с более низким уровнем налогообложения прибыли.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства (а, соответственно, и на состав прибыли по уровню ее налогообложения), можно, снизив среднюю ставку налогообложения прибыли, повысить воздействие налогового корректора финансового левериджа на его эффект (при прочих равных условиях).

Дифференциал финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемый активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит. Чем выше положительное значение дифференциала финансового левериджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.

В связи с высокой динамичностью показателя дифференциала финансового рычага он требует постоянного мониторинга в процессе

управления эффектом финансового левириджа. Эта изменчивость обусловлена действием ряда факторов.

Прежде всего, в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка стоимость заемных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия.

Кроме того, снижение финансовой устойчивости предприятия в процессе повышения доли используемого заемного капитала приводит к увеличению риска его банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск. Под финансовым риском понимается риск, связанный с нехваткой прибыли для осуществления обязательных платежей из прибыли (например, проценты по займам и ссудам; некоторые налоги, выплачиваемые из чистой прибыли и т.д.), который обусловлен структурой источников финансирования. При определенном уровне этого риска (а, соответственно, и уровне общей ставки процента за кредит) дифференциал финансового левириджа может быть сведен к нулю (при этом использование заемного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала) и даже иметь отрицательную величину (при которой рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на оплату используемого по высоким процентным ставкам заемного капитала).

Наконец, в период ухудшения конъюнктуры товарного рынка сокращается объем реализации продукции, а, соответственно, и размер валовой прибыли предприятия от производственной деятельности. В этих условиях отрицательная величина дифференциала финансового левириджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента экономической рентабельности активов.

В свете вышесказанного можно сделать вывод о том, что формирование отрицательного значения дифференциала финансового левириджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект.

Плечо финансового левириджа является тем рычагом (leverage в дословном переводе – рычаг), который вызывает положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего его дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левириджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левириджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левириджа вызывает еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левириджа).

При неизменном дифференциале плечо финансового левириджа является

главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли. Аналогичным образом, при неизменном коэффициенте финансового левериджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Однако, некоторыми экономистами предлагается другое измерение уровня эффекта финансового рычага (финансового левериджа). В частности, В.В.Ковалев трактует его как соотношение заемного и собственного капитала. Однако, на наш взгляд, этот показатель не отражает результат воздействия структуры капитала на рентабельность собственных средств предприятия, это – лишь составляющая левериджа, так называемое «плечо рычага».

Существует и так называемый американский подход к определению эффекта финансового рычага, который измеряется как отношение темпа изменения чистой прибыли к темпам изменения прибыли до вычета процентов и налогов. Мы считаем, что данный подход не отражает в полной мере зависимость прибыльности активов предприятия от структуры его капитала, и поэтому не может использоваться для целей данной работы.

Таким образом, эффект финансового рычага – это приращение рентабельности собственных средств, получаемое при использовании заемных средств, при условии, что экономическая рентабельность активов фирмы больше ставки процента по кредиту.

Следовательно, задолженность нельзя рассматривать как положительный или отрицательный инструмент финансирования деятельности; она – и акселератор развития предприятия, и акселератор риска. Привлекая заемные средства, предприятие может быстрее и масштабнее выполнить свои задачи. При этом проблема для финансового менеджера не в том, чтобы исключить все риски вообще, а в том, чтобы принять разумные, рассчитанные риски в пределах дифференциала (ЭР – СРСП).

Знание механизма воздействия финансового рычага на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия.

Многие западные экономисты считают, что оптимальное значение уровня эффекта финансового рычага близко к 30 - 50 %, т. е. что он должен быть равен одной трети - половине уровня экономической рентабельности активов. Тогда эффект финансового рычага способен как бы компенсировать налоговые изъятия и обеспечить собственным средствам необходимую отдачу.

Решая задачу формирования рациональной структуры средств предприятия, помимо расчета количественных показателей, необходимо учитывать качественные факторы, в том числе:

- темпы наращивания оборота предприятия. Повышенные темпы роста оборота требуют и повышенного финансирования. Это связано с возрастанием переменных, а зачастую и постоянных затрат, почти неизбежным увеличением дебиторской задолженности, а также с

множеством иных самых разных причин, в том числе с инфляцией издержек. В этом случае предприятия склонны делать ставку не на внутреннее, а на внешнее финансирование с упором на возрастание доли заемных средств в нем, поскольку эмиссионные расходы, издержки первичного размещения акций и последующие выплаты дивидендов чаще всего превышают стоимость долговых инструментов;

- стабильность динамики оборота. Предприятие со стабильным оборотом может позволить себе относительно больший удельный вес заемных средств в пассивах и более значительные постоянные расходы;
- уровень и динамика рентабельности. Замечено, что наиболее рентабельные предприятия имеют относительно низкую долю долгового финансирования в среднем за длительный период. Предприятие генерирует достаточную прибыль для финансирования развития и выплаты дивидендов и обходится во все большей степени собственными средствами.
- структура активов. Если предприятие располагает значительными активами общего назначения, которые можно рассматривать в качестве обеспечения кредитов, то увеличение доли заемных средств в структуре пассива вполне логично. В этой связи становится понятно, почему компании по операциям с недвижимостью могут себе позволить иметь повышенный уровень эффекта финансового рычага, а узкоспециализированные в технико-экономическом отношении предприятия финансируются в основном собственными средствами;
- налогообложение. Чем выше налог на прибыль, чем меньше налоговых льгот и возможностей использовать ускоренную амортизацию, тем более привлекательно для предприятия долговое финансирование из-за отнесения хотя бы части процентов за кредит на себестоимость. Более того, чем выше ставки налогов, тем болезненнее предприятие ощущает недостаток средств и тем чаще оно вынуждено обращаться к кредиту;
- отношение кредиторов к предприятию. Спрос и предложение на денежном и финансовом рынках определяет средние условия кредитного финансирования. Но конкретные условия предоставления данного кредита могут отклоняться от средних в зависимости от финансово-хозяйственного положения предприятия. От этого во многом зависят реальные возможности предприятия по формированию желательной структуры средств,
- подходы и мнения консультантов и рейтинговых агентств;
- приемлемая степень риска для руководителей предприятия. Финансовые менеджеры могут проявлять большую или меньшую консервативность в определении допустимого риска при принятии финансовых решений;

- стратегические целевые финансовые установки предприятия в контексте его реально достигнутого финансово-хозяйственного положения.
- состояние рынка кратко- и долгосрочных капиталов. При неблагоприятной конъюнктуре на рынке капиталов предприятия не имеют возможности выбора источников и откладывают на будущее формирование рациональной структуры источников средств;
- финансовая гибкость предприятия. Иногда предприятия отказываются от выгодных сделок из-за отсутствия средств. В подобных случаях задача финансового менеджера состоит в том, чтобы предприятие всегда было в состоянии мобилизовать капитал, необходимый для финансирования текущих операций.

Таким образом, в процессе управления структурой капитала компании обычно исходят из самой общей целевой установки: найти такое соотношение между заемными и собственными средствами, при котором стоимость акции предприятия будет наивысшей. Это, в свою очередь, становится возможным при достаточно высоком, но не чрезмерном эффекте финансового рычага. Уровень задолженности служит для инвестора чутким рыночным индикатором благополучия предприятия. Чрезвычайно высокий удельный вес заемных средств в пассивах свидетельствует о повышенном риске банкротства. Когда же предприятие предпочитает обходиться собственными средствами, то риск банкротства ограничивается, но инвесторы, получая относительно скромные дивиденды, считают, что предприятие не преследует цели максимизации прибыли, и начинают сбрасывать акции, снижая рыночную стоимость предприятия. Итак, для зрелых, давно работающих компаний новая эмиссия акций расценивается обычно инвесторами как негативный сигнал, а привлечение заемных средств – как благоприятный или нейтральный. Это аргумент в пользу того, что предприятию не стоит до конца использовать свою заемную способность; необходимо сохранять резерв финансовой гибкости, чтобы всегда иметь возможность привлечь кредиты, займы на приемлемых условиях.

С учетом вышеизложенного, решение об использовании тех или иных источников финансирования должно приниматься в рамках выбранной финансовой политики компании исходя из решаемых ею задач, структуры управления, характера долгосрочного и оперативного планирования и ряда других факторов, в том числе внутренних (темп роста продаж, стабильность динамики продаж, уровень и динамика рентабельности, сложившаяся структура и ликвидность активов, стратегия и финансовые ориентиры будущего развития) и внешних (конъюнктура рынка краткосрочных и долгосрочных кредитных ресурсов, налоговая нагрузка, взаимоотношения с потенциальными кредиторами и др.).

Библиографические ссылки

1. Бланк И.А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – М. : Омега-Л, 2008

2. Ковалев В. В. Курс финансового менеджмента : учебник / В. В. Ковалев. - 2-е изд. - М. : ПРОСПЕКТ, 2009
3. Фомин П. А. Оценка эффективности использования финансов предприятий в условиях рыночной экономики / П. А. Фомин, В. В. Хохлов. – М.: «Высшая школа», 2002