

*Жумабаева М.Д.*

## ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА В СИСТЕМЕ VBM

*M.D. Zhumabaeva*

### OPTIMIZATION OF CAPITAL STRUCTURE IN THE VBM

УДК: 338/5:336.1

*В статье рассмотрена концепция оптимальной финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью компании.*

*In the article is examined the concept of the optimum financial structure of capital in control system of the cost of the company.*

Признание увеличения стоимости компании ее главной стратегической целью требует разработки концептуальных основ оптимизации структуры капитала в системе управления стоимостью. Необходимо отметить, что, несмотря на наличие многочисленных исследований в этой области, в экономической литературе отсутствует целостная концепция формирования оптимальной структуры капитала в рамках стоимостного подхода к управлению компанией.

Основополагающим моментом при разработке данной концепции является правильная постановка целей, детерминирующих процесс оптимизации структуры капитала компании. Несмотря на то, что теория структуры капитала в качестве целевого критерия оптимизации рассматривает рост рыночной стоимости компании, в экономической литературе и хозяйственной практике зачастую исходят из множественности критериев.

Так, И.А. Бланк отмечает, что современные теории структуры капитала располагают обширным методическим инструментарием оптимизации этого показателя, при которой основными критериями выступают:

- максимизация рыночной стоимости предприятия;
- минимизация средневзвешенной стоимости капитала предприятия;
- минимизация уровня финансовых рисков в деятельности предприятия;
- максимизация уровня финансовой рентабельности.

На основе установления таких критериев. И.А. Бланк делает вывод о том, что «оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т.е. максимизируется его рыночная стоимость. [1]

Вряд ли можно согласиться с тем, что при оптимизации структуры возможно использовать всю совокупность указанных критериев. На наш

взгляд, более верным в этом случае является позиция М. Йенсена, который указывает, что множественность целей - это их отсутствие[2].

Действительно, логически невозможно одновременно максимизировать в более чем одном измерении, если, конечно, эти измерения не находятся в прямо пропорциональной зависимости. Целенаправленное формирование структуры капитала требует существования однозначной целевой функции. Целью и приоритетным критерием оптимизации структуры капитала компании является максимизация ее рыночной стоимости.

Следует отметить, что в отечественной финансовой практике зарубежные теории структуры капитала и разнообразные альтернативные модели применяются в основном для анализа структуры пассивов с целью, прежде всего, обеспечения финансовой устойчивости, а не с целью максимизации рыночной стоимости компании. Некоторые исследователи считают, что данные модели не применимы в казахстанских условиях, где фактически отсутствует рынок капитала, а, следовательно, нельзя вести речь о рыночной стоимости компании, максимизация которой является целью анализа структуры капитала[3].

Мы полагаем, что реформирование финансовой системы в Казахстана, коснувшееся, в первую очередь, ее основного звена - финансов предприятий, преобразование отношений собственности в ходе приватизации, развитие институтов финансового рынка и другие процессы, сопровождающие рыночное переустройство отечественного хозяйства, обуславливают необходимость активного внедрения в экономическую жизнь страны современных моделей формирования структуры капитала и развития стоимостного подхода к управлению компанией - Value Based Management (VBM).

Основные постулаты VBM могут быть обозначены следующим образом:

- максимизация стоимости компании является главным критерием эффективности деятельности компании и приоритетной целью стратегического управления, что предполагает формирование целевых установок и определение системы ключевых факторов создания стоимости;

- ведущую роль в системе ключевых факторов создания стоимости играют денежные потоки и стоимость капитала, инвестированного в активы для генерирования этих потоков.

Вместе с тем при внедрении VBM необходимо учитывать, что стоимостный подход, как и любой иной подход к управлению компанией, является некоторой моделью окружающей действительности. Сравнительная эффективность модели относительно имеющихся альтернатив определяется тем, насколько эффективно она позволяет объяснять и прогнозировать соответствующие экономические процессы.

Мировая практика убедительно доказала преимущества выбора рыночной стоимости компании как приоритетного критерия результатов ее деятельности и основанного на данном выборе стоимостного подхода перед альтернативными моделями:

- увеличение стоимости для акционеров не противоречит долгосрочным интересам других заинтересованных сторон и общества в целом, так как держатели акций являются остаточными претендентами на денежные потоки компании. Остаточный капитал принимает на себя наибольший риск, но именно с ним сопряжено право на участие в управлении компанией. Мощные стимулы побуждают акционеров максимально увеличивать (ограниченную) стоимость своих требований;

- оценка рыночной стоимости требует максимально полной информации о деятельности компании;

- рыночная стоимость, в отличие от показателей, основанных на бухгалтерской отчетности, позволяет учесть все затраты (включая альтернативные издержки), риски деятельности компании, а также фактор времени;

- стоимостный подход дает возможность оптимально сочетать долгосрочные и краткосрочные цели развития компании путем разработки количественных индикаторов, опирающихся на ключевые факторы стоимости, построить интегрированную систему управления компанией, основанную на четкой иерархической структуре указанных факторов, а также решить «агентскую проблему» путем создания системы материальной компенсации, напрямую «привязанной» к динамике стоимости (определение, планирование и контроль ключевых факторов стоимости в «зонах ответственности» сотрудников компании).

Критерий стоимости, безусловно, не является совершенным. Но, как отмечает М. Йенсен, сегодня нет другого, равного ему по способности отразить в едином показателе множество самых разнообразных факторов, от которых зависит настоящее и будущее компании [4]. В этом отношении критерию стоимости уступают как показатели абсолютного финансового результата функционирования предприятия (чистая прибыль, в том числе и приходящаяся на одну акцию), так и относительные показатели (рентабельность активов, инвестиций, собственного капитала и др.). Данные индикаторы,

построенные на показателе бухгалтерской прибыли, характеризуют прошлую деятельность компании и слабо коррелируют с рыночной стоимостью. Такое утверждение подтверждается эмпирически. По расчетам консалтинговых фирм, занимающихся оценкой, коэффициент корреляции прибыли и стоимости компании составляет не более 8%. По данным Т. Коупленда, изменение прибыли на акцию не влияет на их цену.

Между тем в экономической литературе и финансовой практике проблема оптимизации структуры капитала зачастую решается на базе поиска такого соотношения собственного и заемного капитала предприятия, при котором достигаются заданные величины стандартных финансовых коэффициентов: финансового рычага, прибыли на акцию, рентабельности собственного капитала и др. (таблица 1.).

И. Ивашковская, систематизируя способы оптимизации структуры капитала компании, называет такой подход бухгалтерским, противопоставляя его финансовому подходу, основанному на использовании показателей, связанных с инвестиционным риском (средневзвешенной стоимости капитала)[5].

Одним из методов в рамках бухгалтерского подхода, описанным И. Ивашковской, является метод операционной прибыли, направленный на определение допустимого уровня долга в структуре капитала путем выявления вероятности банкротства компании на основе анализа волатильности ее прибыли.

Таблица 1.

**Финансовые коэффициенты, используемые при оптимизации структуры капитала компании<sup>1</sup>**

№	Наименование	Обозначение	Формула расчета
1.	Коэффициент финансового левериджа	FL	Заемный капитал Собственный капитал
2.	Эффект финансового левериджа (по американской модели)	DFL	Прибыль до выплаты процентов и налогов Прибыль дивиденды на до выплаты – проценты – привилегированные проценты акции и налогов
3.	Прибыль на акцию	EPS	Чистая прибыль – дивиденды на привилегированные акции
Количество обыкновенных акций в обращении			
4.	Рентабельность собственного капитала	ROE	Чистая прибыль Среднегодовая балансовая стоимость собственного капитала

Банкротство при этом рассматривается в простейшей форме – как неспособность компании осуществлять текущие выплаты по долгам. Другие допущения данного метода связаны с характером распределения будущей прибыли и

<sup>1</sup> Составлена автором.

с предпосылкой о ее независимости от уровня коэффициента финансового левериджа. С учетом этих допущений рассчитывается статистический показатель, позволяющий описать вероятность наступления банкротства в зависимости от величины используемого долга, который сравнивается с неким изначально заданным пороговым значением, полученным на основе экспертной оценки. Если при данном размере долга вероятность банкротства ниже введенного ограничения, то долговое финансирование необходимо увеличить, и, наоборот, если вероятность банкротства выше порогового значения - уровень долга следует снизить. Целевым размером долга выступает тот, при котором вероятность банкротства равна заданной пороговой величине[6].

Отмечая недостатки данного метода (использование исторических значений прибыли, не учет косвенных издержек банкротства и др.), И. Ивашковская указывает, что метод операционной прибыли вполне применим на практике в качестве одного из элементов комплексного подхода к построению макета оптимизации структуры капитала, а также особенно удобен, когда речь идет об экспресс-методах и предварительных оценках структуры капитала.

Другим способом формирования оптимальной структуры капитала, является метод EBIT-EPS, описанный, в частности, Т.В. Тепловой. Поиск соотношения заемных и собственных средств, при котором ценность фирмы будет наивысшей, осуществляется, исходя из предположения о прямой зависимости доходности от риска.

Оптимальной структурой капитала, соответствующей сложившемуся балансу интересов в данной фирме, выступает та, при которой достигается максимальный уровень чистой прибыли на акцию при минимальном финансовом риске, характеризуемом уровнем финансового левериджа - риск преобразования прибыли до уплаты процентов и налогов (EBIT) в чистую прибыль (EPS). Ситуация, когда уровень чистой прибыли на акцию достигается при минимальном финансовом риске, характеризуется достижением точки безразличия, в которой значение EBIT соответствует максимальному значению EPS при минимальном значении финансового риска, то есть чистая прибыль на акцию одинакова для варианта, как с привлечением заемных средств, так и без него, при использовании только собственных средств. В этом случае рентабельность активов фирмы равна средней ставке процента на открытом рынке. Если компания будет наращивать чистую прибыль на акцию за счет дополнительного привлечения исключительно собственных средств, возрастает производственный риск (риск преобразования маржинальной прибыли в прибыль до уплаты налогов и процентов), повышать который, не

увеличивая условно-постоянные затраты, можно до определенного предела. С другой стороны, можно наращивать размер чистой прибыли на акцию, привлекая дополнительно капитал за счет собственных и заемных средств в определенных пропорциях. Для проведения оптимизационных расчетов используется механизм финансового левериджа.

При определенной значимости рассмотренных методов для финансовых решений, их общим недостатком является фокусирование на показателях прошлой деятельности компании и, как следствие, слабая корреляция с показателем стоимости предприятия.

Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала (в рамках финансового подхода) лишена такого недостатка. Однако сама по себе минимизация средневзвешенной стоимости капитала не может выступить критерием оптимальности его структуры. Анализ положений рассмотренных теорий структуры капитала свидетельствует о том, что при таком подходе капитал предприятия должен состоять исключительно из заемного капитала, стоимость которого при прочих равных условиях всегда меньше акционерного капитала, однако это означает потерю финансовой устойчивости и угрозу банкротства предприятия.

Необходимо отметить, что при уменьшении затрат на привлечение капитала стоимость компании возрастает только тогда, когда изменение структуры капитала не оказывает негативного влияния на денежный поток. Если результатом привлечения нового заемного капитала является снижение допустимого уровня риска и это приводит к последующему сокращению денежных потоков, стоимость компании может снизиться даже при уменьшении стоимости капитала. Между тем целью финансового управления является максимизация стоимости компании, а не минимизация затрат на капитал.

Таким образом, прирост рыночной стоимости выступает как состоятельный экономический критерий, отражающий интегральный эффект влияния принимаемых решений на все параметры, по которым оценивается деятельность предприятия (доля рынка и прочность конкурентной позиции, доходы, инвестиционные потребности, операционная эффективность, налоговое бремя, регулирование, и, в конечном итоге, потоки денежных средств и уровень риска, позволяющий ранжировать варианты в ситуации множественного выбора). Только при наличии такого целевого критерия обеспечивается эффективность управления формированием структурой капитала.

**Литература:**

- 1.Бланк И.А. Управление формирование капитала. - К.: «Ника-Центр», 2000. - С.213-214.
- 2.Jensen M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. The Monitor Group and Harvard Business School. - 2001.
- 3.Севостьянова О.В.Эффективность сочетания собственных и привлеченных средств для развития промышленного производства. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - Казань, 2007.
- 4.Jensen M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. -The Monitor Group and Harvard Business School. - 2001.
- 5.Ивашковская И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании // Управление компанией. - 2004. -№11.
- 6.Ивашковская И. Управление стоимостью компании - новый вектор финансовой аналитики фирмы // Управление компанией. - 2004. - № 5.

**Рецензент: д.э.н., профессор, член-корр. НАН КР Мусакожоев Ш.М.**