

ОПТИМИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Ю.В. Хлебенкова, Т.Р. Рахимов

Задача выбора оптимальной структуры капитала является одной из наиболее серьезных и актуальных проблем финансового менеджмента. Ведь структура капитала оказывает прямое влияние на финансовые результаты предприятия и определяет многие аспекты его деятельности. Управление структурой капитала заключается в создании смешанной структуры, представляющей собой такое оптимальное соотношение собственных и заемных средств, при котором минимизируются общие капитальные затраты и максимизируется рыночная стоимость выбранной компании.

Исходя из выше сказанного, можно дать определение оптимизации структуры капитала.

Оптимизация структуры капитала (capital structure optimization) - расчет такого соотношения собственных и заемных источников, при котором максимизируется рыночная стоимость предприятия, обеспечиваются оптимальные пропорции между уровнем финансовой устойчивости и уровнем рентабельности собственного капитала.

Необходимо отметить, что успешность реализации финансовой стратегии зависит от того, насколько оптимизирована структура капитала в целом. А от стоимости заемного и собственного капитала зависит их оптимальное соотношение.

У каждого из источников финансирования имеются свои преимущества и недостатки. Так, заемные средства имеют два существенных плюса. Во-первых, проценты по займу служат налоговым вычетом для предприятия, снижая фактическую стоимость займа. Во-вторых, кредитор получает фиксированный доход от предоставления займа, в то время как собственник вправе требовать существенные дивиденды, если предприятие окажется успешным, что делает этот способ более дорогим для компании (Модильяни, Миллер, 1999).

Несмотря на очевидные плюсы заемных средств, компания ограничена в их использовании. В первую очередь компания должна соответствовать нормам законодательной базы, принятым на территории Российской Федерации, согласно которой компания может быть признана банкротом в случае, если ее чистые оборотные активы отрицательны на протяжении долгого времени. Помимо этого, существует риск «кассовых разрывов», в результате которых компания также не сможет отвечать по своим обязательствам перед кредиторами вовремя.

В случае с собственными средствами ситуация, соответственно, обратная: фактическая стоимость их привлечения всегда выше, однако, риски банкротства намного ниже. В связи с тем, что источники финансирования различны по своей сути, компания вынуждена искать их оптимальное соотношение для того, чтобы в наилучшей степени использовать их положительные стороны и нивелировать их отрицательное воздействие.

При формировании оптимальной структуры капитала необходимо учитывать, что универсальных подходов и критериев не существует. Для каждого предприятия необходимо разрабатывать индивидуальный подход и не забывать о специфике отрасли бизнеса, стадию развития компании.

Проблема структуры капитала является актуальной как для российских компаний, так и для зарубежных фирм. По объективным причинам теории структуры капитала начали появляться за рубежом еще в середине XX в., однако, по мнению Р.

Брейли и С. Майерса, “до сих пор не существует какой-либо общепризнанной стройной теории структуры капитала”. Соответственно, и на методическом уровне отсутствуют общеупотребимые методики определения “оптимальной” структуры капитала, которые учитывали бы специфику деятельности компании и особенности рассматриваемого инвестиционного проекта.

При определении оптимальной структуры капитала предприятия можно выделить следующие основные критерии:

- политика финансирования активов. Формирование структуры капитала компании с учетом указанного критерия основывается на изучении соотношений между статьями актива и пассива баланса и позволяет определить требуемую величину и долю тех или иных источников финансирования;
- стоимость компании. В мире существует множество теорий, рассматривающие взаимосвязь стоимости компании и структуры капитала. В этом случае оптимальной структурой признается та, при которой максимизируется рыночная стоимость компании;
- стоимость капитала. Как известно, заемный капитал, как и собственный, имеют для предприятия свою стоимость обслуживания, то здесь под оптимальной структурой капитала понимается структура, которая минимизирует стоимость капитала.
- риски. Предприятию за период своего существования приходится нести и преодолевать различные виды рисков. Это может быть риск банкротства, риск частичного или полного невозврата заемных средств, риск обслуживания долга (невплаты процентов).
- рентабельность. Как известно, за счет эффекта финансового рычага использование заемных средств может вести к увеличению рентабельности собственного капитала предприятия. Оптимальная структура капитала в этом случае увеличивает рентабельность компании, таким образом, появляется возможность приобрести максимальную прибыль при текущем уровне собственных средств.

Конечно, каждый из описанных выше критериев оптимизации является важным и существенным в определенной степени при формировании структуры капитала компании. Тем не менее, наиболее весомым из выделенных показателей деятельности компании, который характеризует эффективность использования капитала, является рентабельность собственного капитала (ROE), так как одной из основных сущностных характеристик капитала выступает его способность приносить прибыль. Значимость коэффициента рентабельности собственного капитала и его отнесение к одному из важнейших финансовых коэффициентов подчеркивают такие экономисты, как П. Фитцпатрик, Дж. Х. Блисс, К. Риккей.

В целом, выделяя приоритетность показателя ROE можно сделать вывод, что под оптимальной структурой капитала компании можно понимать такое соотношение заемного и собственного капитала, которое позволяет максимизировать доходность собственных средств, и с учетом всех особенностей функционирования предприятия позволяет увеличивать рентабельность собственных средств, т.е. получать максимальную чистую прибыль на авансированный в деятельность собственный капитал.

В данной статье хотелось бы рассмотреть базовые принципы существующих методических подходов к оптимизации структуры, основываясь на показателе рентабельности собственного капитала. Выделяют следующие подходы, у каждого из которых есть свои методики расчета [1, с. 270—271]:

- методика расчета эффекта финансового левириджа (рычага);
- методика расчета производственно-финансового левириджа (рычага);
- EBIT - EPS-подход;

- метод “Дюпон”.

Основной смысл и формулы расчета отмеченных подходов приведены в таблице 1.

Таблица 1. – Сравнительные характеристики отдельных методических подходов

Подход	Основа подхода	Формула расчета
Подход, основанный на оценке эффекта финансового левериджа (рычага)	<p>Эффект финансового рычага – приращение к рентабельности собственного капитала получаемое благодаря использованию заемного капитала, несмотря на его платность.</p> <p>Этот финансовый механизм управления рентабельностью собственного капитала позволяет за счет оптимизации соотношения используемых собственных и заемных финансовых средств воздействовать на прибыль.</p>	$DFL = (1 - t) * (ROA - i) * \frac{E}{L}$ <p>где ЭФЛ - эффект финансового левериджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала;</p> <p>t - ставка налога на прибыль;</p> <p>ROA - экономическая рентабельность совокупного капитала (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов);</p> <p>i - проценты, уплаченные за использование заемных средств;</p> <p>L - заемный капитал;</p> <p>E - собственный капитал</p>
Подход, основанный на оценке производственно - финансово - левериджа (degree of total leverage — DTL)	<p>Возможность оптимизации структуры капитала путем определения и оценки взаимосвязи между показателями валовой прибыли, расходов производственного и финансового характера и чистой прибыли.</p> <p>Этот показатель дает представление о том, как изменение продаж повлияет на изменение чистой прибыли и дохода на акцию предприятия. Другими словами, он позволит определить, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении объема продаж на 1%. При этом изменение прибыли составит DTL%.</p>	$DTL = DFL * DOL$ $= \frac{Q * (P - VC)}{Q * (P - VC) - FC - I}$ <p>где DTL - уровень производственно-финансового левериджа;</p> <p>Q - объем реализации, шт.;</p> <p>P - цена единицы продукции;</p> <p>VC - величина переменных затрат на единицу продукции;</p> <p>FC - величина постоянных затрат на единицу продукции;</p> <p>I - плата за кредит</p>
EBIT - EPS-подход	<p>Метод сравнения источников финансирования для выбора структуры капитала фирмы, максимизирующий прибыль на акцию. Он построен на оценке влияния альтернативных долгосрочных вариантов финансирования на значения коэффициента EPS или прибыли на одну акцию. В качестве независимой переменной в модели рассматривается показатель EBIT (Earnings Before Interests and Taxes), значение которого не зависит от финансовых решений и определяется коммерческим риском.</p> <p>Данный метод предполагает построение линейной зависимости EBIT-EPS и выбор для прогнозного значения EBIT такой структуры капитала, при котором значение EPS достигало бы максимума.</p>	$EPS = \frac{(1 - t) * (EBIT - i) - D_{ps}}{N_{os}}$ <p>где EPS - размер чистой прибыли на одну обыкновенную акцию;</p> <p>EBIT - прибыль до вычета процентов по заемному капиталу и уплаты налогов;</p> <p>N_{os} - количество обыкновенных акций в обращении;</p> <p>D_{ps} - дивиденды по привилегированным акциям;</p> <p>i - проценты, уплаченные за использование заемных средств;</p> <p>t - ставка налога на прибыль.</p>

<p>Метод "Дюпон"</p>	<p>Разложение формулы расчета доходности собственного капитала на факторы, влияющие на эту доходность, и анализ соотношений, образующих коэффициент ROE.</p>	<p>$ROE = ROS * ATR * DFL$,</p> <p>где ROS – прибыльность продаж (отношение чистой прибыли к выручке от реализации продукции); ATR - оборачиваемость активов (отношение выручки от реализации продукции к совокупным активам); DFL - коэффициент финансового левериджа (отношение величины совокупных активов к значению величины собственного капитала)</p>
--------------------------	--	--

При рассмотрении указанных подходов, можно сделать вывод о том, что наиболее целесообразным можно считать использование подхода, основанного на оценке финансового левериджа, для определения оптимальной структуры капитала. Это можно связать с тем, что формула уже указывает нам на структуру источников финансирования компании, следовательно, для определения оптимального соотношения заемного и собственного капитала нужно лишь определить некое значение плеча финансового рычага (E/L), при котором эффект финансового левериджа будет максимальным [2, с. 23—35с]

Но также, говоря об оптимизации, не следует забывать об определенных рисках, которые может понести компания в процессе своей деятельности. Так, например, при повышении удельного веса заемного капитала в валюте баланса снижается финансовая устойчивость организации и генерируется повышенный финансовый риск.

Поэтому основная задача практического финансового менеджмента в области управления капиталом - найти не только оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом (финансовый рычаг), минимизирующим средневзвешенную цену капитала (WACC), но и создать необходимые условия для сохранения или увеличения финансовой устойчивости организации.

Подводя итог выше сказанного, необходимо отметить, что оптимизация структуры капитала представляет собой неотъемлемую часть в системе управления финансовой устойчивостью современной компании. Структура капитала, механизм функционирования и его формирования на предприятии тесно связаны с его успешным развитием и эффективной деятельностью. Для достижения желаемых конечных результатов менеджерам и собственникам необходимо помнить, что в основе возникновения и дальнейшей деятельности компании лежат выбранные ими источники инвестиций, их состав и соотношение в структуре капитала.

Литература и источники:

1. Грачев А.В. Анализ и управление финансовой устойчивостью предприятия: учеб. пособие. М.: Финпресс, 2010. 336 с.
2. Ивашковская И.В. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании // Управление компанией, 2010, № 11. 23—35с.
3. Керимов В.Э., Батуринов В.М. Финансовый леверидж как эффективный инструмент управления финансовой деятельностью предприятия // Менеджмент в России и за рубежом, 2012, № 2. 106—113с.

4. Электронный ресурс URL: <http://http://sibac.info/index.php/2009-07-01-10-21-16/4839-2012-11-21-08-46-06>

СОТРУДНИЧЕСТВО ПРИГРАНИЧНЫХ РЕГИОНОВ: АЛТАЙСКИЙ КРАЙ И КИТАЙСКАЯ НАРОДНАЯ РЕСПУБЛИКА

О.А. Шунина, В.Л. Нечаева

Регионализация является заметным и все более важным явлением хозяйственной жизни мира начала XXI века. Тот факт, что международные экономические отношения наиболее динамично развиваются внутри регионов и между соседними регионами, уже не требует доказательств и подтверждается бурным ростом региональных интеграционных объединений в рамках международной экономической интеграции.

Несмотря на то, что в системе международных экономических отношений отмечается увеличение доли таких форм международного обмена, как торговля услугами, движение капитала и международная передача технологий, ведущее место по-прежнему занимает международная торговля товарами, составляющая около половины стоимости всех трансграничных экономических потоков.

Характерным признаком современной международной торговли товарами стала ее нацеленность на обмен промышленными товарами на базе подетального и технологического разделения труда. Отмечается также ориентация внешнеэкономической деятельности национальных и транснациональных компаний, прежде всего, на свой регион и географически близкие (соседние) регионы. Таким образом, выделение и анализ внешнеэкономической деятельности определенного региона страны позволяет, с одной стороны, рассмотреть его вклад в международную интеграцию всей страны, с другой стороны, выявить влияние этого процесса на развитие самого региона.

Приграничное расположение Алтайского края является предпосылкой развития международных связей в области экономики. В условиях сложной политической обстановки ближайшим и перспективным партнером остается Китайская Народная Республика, страна, экономика которой по объективным причинам считается одной из крупнейших экономик мира. Близость географического положения и усиливающаяся тенденция к укреплению межгосударственных связей России и Китая объясняют стабильно развивающиеся отношения Алтайского края и Синьцзян-Уйгурского автономного района КНР. Стоит отметить, что с 2006 г. Алтайский край является членом Ассоциации Региональных Администраций стран Северо-Восточной Азии [1].

В целях определения места Алтайского края в российском торговом обороте с Китаем, его особенностей и динамики структуры был проведен следующий анализ с использованием данных Сибирского таможенного управления Федеральной таможенной службы [5].