

УДК 658:330.14.01

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К ОПТИМИЗАЦИИ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ*Рогатенюк Э.В., Зеленская О. Н.*

В статье рассмотрены неоклассический и институциональный подходы к оптимизации финансовой структуры капитала, составляющие основу управления финансами предприятия. Выявлены преимущества и недостатки данных подходов, определены критерии и факторы оптимизации структуры капитала.

Ключевые слова: капитал предприятия, структура капитала, оптимизация структуры капитала, критерии оптимизации, факторы оптимизации.

Капитал является объективной основой возникновения и функционирования предприятия. Целенаправленное формирование и использование капитала предприятия определяет эффективность его финансово-хозяйственной деятельности. Управление формированием капитала — процесс привлечения достаточного его объема для финансирования приобретения (создания) необходимых элементов активов (имущества), а также оптимизация его структуры с позиций обеспечения условий последующего эффективного использования. Следовательно, главной целью процесса формирования капитала является удовлетворение потребностей предприятия в источниках финансирования активов (имущества), а принципами — учет перспектив развития предприятия; минимизация затрат на формирование капитала, что достигается в процессе управления его стоимостью и структурой; обеспечение рационального использования капитала в процессе хозяйственной деятельности.

Процесс управления капиталом предприятия базируется на концепции оптимизации финансовой структуры капитала. Однако до настоящего времени в отечественной и зарубежной экономической литературе отсутствует однозначная трактовка понятия «оптимальная финансовая структура капитала предприятия» и, как следствие, — разные авторы трактуют данное понятие дифференцированно по определенным показателям (на основе различных критериев). Так, Белолипецкий В. Г. [1], Бригхем Ю. Ф. [4], Крейнина М. Н. [9] и др. понимают под оптимальной структурой капитала предприятия определенное соотношение собственного и привлеченного (заемного) капитала, а под критерием оптимизации — максимальную цену акций предприятия или рыночную стоимость собственного капитала предприятия (стоимость «чистых активов»). В отличие от них, Ковалев В. В. [8], Терещенко О. О. [14], Дж. К. Шим и Дж. Г. Сигел [15] и др. в качестве критерия оптимизации структуры капитала предлагают использовать стоимость предприятия в целом (стоимость совокупных, валовых активов). По их мнению, процесс оптимизации структуры капитала предприятия предполагает обеспечение такого соотношения различных источников формирования имущества (активов) предприятия, при котором максимизируется стоимость самого предприятия. Данную точку зрения разделяет Бланк И. А. [2]. Однако в своих исследованиях он акцентирует внимание на критерии «соотношение рентабельности собственного капитала и финансовой устойчивости предприятия», подчеркивая при этом, что оптимальная структура капитала — это такое соотношение собственных и привлеченных источников, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости, то есть максимизируется рыночная стоимость компании.

Таким образом, определение критериев и факторов оптимизации финансовой структуры капитала предприятия предполагает рассмотрение основных теоретических концепций и возможностей для их адаптации к реалиям рыночной экономики современного уровня развития, что и является **целью данного исследования.**

Показатели стоимости капитала служат важным инструментом обоснования управленческих решений, направленных на повышение рациональности формирования капитала и резуль-

тативности финансово-хозяйственной деятельности предприятия. В процессе формирования капитала оценка его стоимости осуществляется как в отношении отдельных элементов собственного и привлеченного капитала, так и их совокупности. Показатель средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC) интегрирует в себе информацию о составе его элементов, стоимости каждого элемента и его вкладе в конечный результат [8].

Различные концепции, составляющие основу современной теории финансовой структуры капитала, исследуют вопросы о том, влияет ли соотношение собственного и заемного капиталов на рыночную оценку стоимости компании; каким образом комбинация элементов капитала отражается на значении его средней стоимости; какая пропорция может обеспечить максимизацию рыночной стоимости компании. При этом, как утверждает Бланк И. А. [2], практически все теории строятся на изучении соотношения доли эмитируемых акций, представляющих собственный капитал, и облигаций (заемный капитал).

Результат обобщения наиболее распространенных (наиболее часто рассматриваемых в работах отечественных и зарубежных экономистов) подходов к классификации концепций, составляющих основу современной теории финансовой структуры капитала, представлены на рисунке 1.



Рис. 1. Основные теоретические подходы к оптимизации финансовой структуры капитала предприятия (Составлено авторами на основе источников [5, 6, 7, 12])

Основы теории оптимизации финансовой структуры капитала были положены Дж. Уильямсом — в 30-х гг. XX века были опубликованы его работы по оценке финансовых активов; несколько позже были опубликованы работы Д. Дюрана. Исследования в этой области активизировались во второй половине 50-х годов XX века и ознаменовались выходом в свет работы Ф. Модильяни и М. - Миллера [11]. По мере дальнейшего развития финансовой теории и реальной корпоративной практики, а также обобщения результатов эмпирических исследований финансовой архитектуры капитала корпораций, стали возникать новые (как дополняющие, так и альтернативные) теории финансовой структуры капитала, определяющие современные подходы к ее оптимизации.

Одной из первых теорий финансовой структуры капитала считается традиционная теория, возникшая до появления фундаментальных работ Ф. Модильяни и М. Миллера и основанная на анализе финансовых решений. Специфической особенностью указанной теории является предположение о значительной зависимости средней стоимости капитала компании от его структуры и возможности оптимизации структуры капитала на основе учета стоимости его составляющих, а

также о том, что стоимость заемного капитала всегда ниже стоимости собственного капитала. Исходя из данного тезиса, в традиционной теории делается заключение о том, что уменьшение средней стоимости капитала компании обеспечивается при росте доли заемного капитала, которое и лежит в основе ее рекомендаций по оптимизации структуры капитала. Традиционная теория и строящаяся на ее основе однофакторная модель формирования структуры капитала чрезмерно упрощены и вряд ли могут быть применены на практике.

Разработанная в 1958 г. теория Модильяни-Миллера (теорема ММ), в последующем дополнялась и уточнялась различными авторами [2, 3]. В своем первоначальном виде данная теория получила название теории индифферентности структуры капитала. Ее основой являлось положение о том, что оптимизация финансовой структуры капитала предприятия не может быть достигнута ни по критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала, ни по критерию рыночной стоимости компании, поскольку финансовая структура капитала не оказывает воздействия на эти показатели. Особенностью теории индифферентности финансовой структуры капитала является исследование механизма формирования структуры капитала в тесной взаимосвязи с механизмом функционирования рынка капитала в целом. Ф. Модильяни и М. Миллер математически доказали, что рыночная стоимость предприятия и, соответственно, средневзвешенная стоимость используемого им капитала, определяется только суммарной стоимостью его активов и не зависит от финансовой структуры капитала. Формальное доказательство этого положения построено на тезисе о том, что в процессе хозяйственной деятельности компании ее доходность генерируют не отдельные элементы капитала, а сформированные ею активы, и анализе арбитражных операций (одновременной покупке и продаже идентичных по риску активов с различной ценой). В своих дальнейших исследованиях Ф. Модильяни и М. Миллер сняли ряд ограничений (разработали модель с учетом налогов, а также модель с учетом налога на прибыль фирмы и подоходным налогом обложением владельцев акций и облигаций), что позволило им придти к выводу о наличии взаимосвязи между формированием рыночной стоимости компании и структурой ее капитала.

Компромиссная теория (теория стационарного соотношения) разработанная М. Бреннаном и Е. Шварцом, Х. Леландом и др. предполагает учет таких реальных экономических условий, как фактор налогообложения прибыли и издержки банкротства [4]. Расходы по обслуживанию долга в хозяйственной практике большинства стран подлежат полностью или частично вычету из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль. За счет эффекта «налогового щита» стоимость заемного капитала при прочих равных условиях всегда оказывается ниже стоимости собственного капитала. В результате возрастание доли заемного капитала в общей структуре капитала до пределов, не вызывающих рост риска банкротства, ведет к снижению средневзвешенной стоимости капитала. Риск банкротства, который связан с использованием различных форм заемных средств при формировании финансовой структуры капитала предприятия, с ростом долга усиливается. Таким образом, оптимизация финансовой структуры капитала определяется соотношением выгод от «налогового щита» и убытков от возможного банкротства. Как утверждает Х. Леланд, искомое целевое значение финансовой структуры капитала могут дать исключительно налоговые выгоды долга и ожидаемые издержки банкротства. Целевая структура капитала должна быть установлена так, чтобы предельная стоимость капитала и предельный эффект от финансового рычага были равны.

В неоклассических концепциях (традиционной, Модильяни–Миллера, стационарного соотношения) предполагалось, что финансовые решения принимаются в условиях совершенного рынка, где информация является полной и общедоступной, а экономическое поведение участников рационально. Между тем в реальном мире рыночные цены не отражают всю информацию. При этом информация не является прозрачной и общедоступной для всех участников рынка, то есть является асимметричной, а рациональность экономических субъектов — ограниченной. Так, менеджеры компании обычно владеют более полной и достоверной информацией, чем инвесторы и кредиторы, что и означает асимметричность распространения информации. Если бы инвесторы и кредиторы имели такую же информацию, как и менеджеры компании, то они смогли бы лучше сформулировать свои требования к уровню доходности предоставляемого предприятию капитала, что позволило бы оптимизировать структуру капитала в соответствии с его реальным

финансовым состоянием и перспективами развития.

Вышеназванные обстоятельства учитываются в сигнальных теориях (С. Росса, Майерса–Майлуфа, М. Миллера и С. Рока, И. Уэлча и др.), предполагающих, что асимметрия информации может быть уменьшена на основе определенных сигналов для кредиторов и инвесторов, инициируемых поведением менеджеров на рынке капитала [5]. Одной из наиболее известных сигнальных моделей считается модель Майерса–Майлуфа. В ней предполагается, что менеджеры действуют в интересах акционеров, существовавших на момент принятия решений (так называемых старых акционеров), лучше осведомлены о положении дел внутри компании, о качестве инвестиционных проектов, чем инвесторы на рынке. Если инвесторы имеют неверную информацию об оценке компании, то финансирование эффективных инвестиционных проектов с помощью эмиссии акций сделает эти проекты невыгодными для старых акционеров, поэтому с целью реализации данных проектов лучше использовать иные источники финансирования, цена которых меньше зависит от этой информации по компании (например, прибыль или долговые обязательства). По мнению С. Майерса, предпочтительное место среди источников финансирования занимает нераспределенная прибыль (внутренний источник), далее следует заемный капитал, затем конвертируемые облигации. Дополнительная эмиссия акций используется в крайнем случае, поскольку рынок рассматривает ее как отрицательный сигнал.

Положение об асимметрии информации лежит также в основе ряда концепций противоречия интересов (теории агентских издержек, теории корпоративного контроля и мониторинга затрат, теории стейкхолдеров), а также современных поведенческих теориях (теории отслеживания рынка, теории автономии инвестиций менеджеров, теории информационных каскадов и др.).

Теория агентских издержек, основоположниками которой являются М. Йенсен и У. Меклинг, ориентирована на учет противоречий интересов различных групп участников хозяйственной деятельности, оценку ими допустимых рисков в процессе корпоративного управления и оптимизации финансовой структуры капитала [7, 15]. Согласно данной концепции, менеджеры компании могут принимать решения, противоречащие интересам акционеров и кредиторов, следовательно — необходимы затраты по отслеживанию их действий. Эффективным инструментом разрешения агентской проблемы является правильный подбор структуры компенсационного пакета (доли участия в собственности, бонусов, опционов на акции), позволяющего увязать доходы менеджеров с динамикой стоимости акционерного капитала и обеспечить мотивацию к его сохранению и росту. Кроме того, средневзвешенная стоимость капитала может расти и вследствие агентских издержек долга. Последние связаны с тем, что акционеры, ответственность которых по обязательствам компании ограничена долей в капитале компании, могут принимать инвестиционные стратегии, способные максимизировать их благосостояние за счет держателей долговых обязательств. Так, при наращивании долга для осуществления вложений с большим риском или в случаях, когда обязательства компании не обеспечиваются в должной степени активами, часть рисков перекладывается на кредиторов, однако подобные решения снижают рыночную стоимость компании.

Учет интересов различных сторон при оптимизации структуры капитала лежит в основе теории стейкхолдеров. Стейкхолдеры — заинтересованные лица, которые представлены внутренними и внешними группами влияния, способными воздействовать или подвергаться воздействию со стороны компании [5]. Основными стейкхолдерами являются: держатели акций, институциональные инвесторы, менеджеры высшего звена, работники компании, потребители, распространители, поставщики, финансисты корпорации, представители государственной и муниципальной властей, социальные и общественные группы. Разнообразие и пересечение интересов стейкхолдеров, различная оценка ими допустимого риска порождают условия для конфликта их интересов, что вносит определенные коррективы в процесс оптимизации финансовой структуры капитала.

Поведенческие теории, используя данные многочисленных эмпирических исследований, пытаются описать то, как в реальной действительности происходит принятие финансовых решений по формированию структуры капитала [7]. Так, согласно теории отслеживания рынка соотношение долга и капитала определяется рыночной динамикой. Термин «отслеживание рынка» обозначает практику корпораций эмитировать долевые ценные бумаги в период высоких цен на рынке и выкупать акции в период низких цен. Соответственно, менеджеры извлекают выгоду из временных отклонений сто-

имости собственного капитала относительно стоимости других форм капитала. В условиях асимметрии рынка важным фактором решений по структуре капитала является субъективное восприятие менеджеров того, как рынок оценивает акции компании.

В основе теории информационных каскадов, предложенной С. Бихчандани, Д. Хиршляйфером и И. Уэлчем, лежит имитационное поведение экономических агентов [10]. Согласно данной теории, с целью экономии затрат и во избежание ошибок, финансовая структура капитала может формироваться не исходя из расчетов оптимальной структуры или в зависимости от доступных в разные периоды жизни компании источников финансирования, а заимствоваться у других компаний (компаний-лидеров), имеющих успешных, авторитетных менеджеров, а также с использованием (вслед за большинством) наиболее популярных методов управления структурой капитала.

Результаты исследования основных теорий оптимизации финансовой структуры капитала предприятия в контексте выявления их специфических особенностей, ключевых достоинств и недостатков представлены в таблице 1.

Таблица 1

Характеристика основных теорий оптимизации финансовой структуры капитала предприятия*

Теории	Достоинства	Недостатки
Традиционная теория	Учитывает наличие взаимосвязи между финансовой структурой капитала, стоимостью капитала и рыночной стоимостью предприятия	Оптимизация структуры капитала обеспечивается при формировании капитала исключительно за счет заемных средств
Теория Миллера-Модильяни	Доказано наличие взаимосвязи между формированием рыночной стоимости компании и структурой ее капитала	Теорема ММ справедлива в условиях принятых ограничений и допущений, далеких от реалий хозяйственной практики, и носит чисто теоретический характер
Теория стационарного соотношения	Определяет оптимальное целевое значение финансовой структуры капитала компании путем нахождения точки компромисса, соответствующей минимальной величине средневзвешенной стоимости капитала, с учетом двух факторов: налогообложения прибыли и издержек банкротства	Не учитывает издержки приспособления финансовой структуры капитала к оптимальной, экономическое поведение менеджеров, собственников, иных участников хозяйственного процесса, а также ряд других факторов
Сигнальные теории	Учитываются потребности будущего привлечения капитала с присущей такому привлечению асимметричной информацией	Если инвесторы на рынке имеют ошибочную информацию об оценке компании, то финансирование более привлекательных инвестиционных проектов с помощью эмиссии акций сделает эти проекты невыгодными старых акционеров
Теории противоречия интересов	Ориентирована на учет противоречий интересов различных групп участников хозяйственной деятельности и оценки ими допустимых рисков в процессе корпоративного управления и оптимизации финансовой структуры капитала	Менеджеры компании могут принимать решения, которые противоречат интересам акционеров или кредиторов (необходимы затраты по отслеживанию действий управленцев)
Поведенческие теории	Отслеживается рынок и извлекается выгода из текущей недооценки или переоценки капитала, что и определяет финансовую структуру капитала фирмы	Финансовая структура капитала складывается больше под влиянием инвесторов, ожидания которых учитываются менеджерами

*Составлено авторами на основе источников [5, 6, 7, 12]

Рассмотренные теории базируются на результатах многочисленных эмпирических исследований политики компаний в области финансовой структуры капитала, согласно которым последняя формируется под воздействием различных факторов. Анализируя эволюцию теории финансовой структуры капитала, ученые [5, 6, 7, 12, 13] предлагают свои варианты классификации сложившихся теоретических подходов и предлагают в качестве базовых различные факторы оптимизации. Так, Теплова Т. В. [13] выделяет статические теории, которые предполагают поиск оптимальной структуры капитала и следование ей, и динамические структуры капитала, которые допускают отклонения от целевой структуры капитала в конкретный момент времени и определяют оптимум как временной ряд. Бланк И. А.

[2] указывает на ошибочность подобной трактовки, поскольку, по его мнению, динамизм целевой структуры капитала определяется не избранным в качестве методического инструментария теоретическим подходом, а динамизмом конкретных факторов, рассматриваемых любой теорией структуры капитала.

По нашему мнению, совокупность факторов оптимизации финансовой структуры капитала предприятия можно классифицировать по месту возникновения (факторы внешней и внутренней среды) и характеру влияния (институционально–правовые, финансово–экономические и социально–управленческие) (табл. 2).

Таблица 2

Факторы, оказывающие влияние на политику компании по оптимизации финансовой структуры капитала*

Факторы внешней среды	Факторы внутренней среды
Институционально-правовые	
<u>Стратегические:</u> - закрепленные в законодательном порядке требования к величине и порядку формирования отдельных элементов капитала предприятия; - законодательно закрепленные требования к величине собственного капитала предприятия при осуществлении отдельных видов деятельности; <u>Тактические:</u> - влияние внешних стейкхолдеров; - эффективность правовой системы, защиты прав собственности	<u>Стратегические:</u> - закрепленные в уставных документах требования к величине и порядку формирования собственного и заемного капитала компании; - закрепленные в уставных документах компании вопросы контроля над управлением компании; <u>Тактические:</u> - различная привлекательность источников финансирования предприятия
Финансово-экономические	
<u>Стратегические:</u> - экономическая и финансовая политика; - инвестиционный климат в стране; - действующая система налогообложения; - тенденции отраслевой и региональной конъюнктуры; <u>Тактические:</u> - уровень инфляции; - доступность ресурсов финансового рынка для компаний; - инвестиционная привлекательность отрасли и региона	<u>Стратегические:</u> - характеристики компании, связанные с ее отраслевой, территориальной и организационной спецификой; - концепция экономического развития; <u>Тактические:</u> - величина капитала предприятия; - текущая структура капитала; - риски хозяйственной деятельности и финансовое состояние компании; - характер спроса на продукцию и стабильность получения дохода
Социально-управленческие	
<u>Стратегические:</u> - уровень криминализации и коррупции; - социальная нестабильность	<u>Тактические:</u> - уровень и качество корпоративного управления и контроля; - уровень и качество финансового менеджмента

* Составлено авторами на основе источников [5, 6, 7, 12]

ВЫВОДЫ

Обобщая результаты исследования, отметим, что для адаптации критериев и факторов оптимизации финансовой структуры капитала предприятия к реалиям рыночной экономики современного уровня развития, необходимо учитывать следующее:

В качестве критериев оптимизации финансовой структуры предприятия могут быть выбраны: соотношение собственного и привлеченного капитала, собственного и совокупного капитала, соотношение элементов привлеченного (кратко– и долгосрочные обязательства) и собственного (инвестиционный и накопленный) капитала. При этом обобщающим критерием оптимизации финансовой структуры капитала является рыночная стоимость компании.

Механизм формирования финансовой структуры капитала предприятия тесно связан с механизмом функционирования рынка капитала в целом, что проявляется в наличии взаимосвязи между процессом формирования рыночной стоимости компании и структурой ее капитала. В связи с этим, целесообразным является использование теории отслеживания рынка и теории информационных каскадов.

В условиях кризиса оптимизация финансовой структуры капитала предприятия определяется соотношением выгод от «налогового щита» и убытков от возможного банкротства. Целевая структура капитала должна быть установлена так, чтобы предельная стоимость капитала и предельный эффект от финансового рычага были равны (или, по крайней мере, стремились к равенству).

Асимметрия информации, усиливающаяся в условиях кризиса, может быть уменьшена на основе определенных сигналов для кредиторов и инвесторов, инициируемых поведением менеджеров на рынке капитала, что предполагает повышение уровня их квалификации. Асимметрия интересов различных групп участников хозяйственной деятельности и допустимых рисков в процессе корпоративного управления, оказывающая влияние на финансовую структуру капитала, может быть нивелирована правильным подбором структуры компенсационного пакета, что также зависит от квалификации менеджеров компании.

Рассмотренные теории в той или иной степени принимают во внимание факторы, определяющие финансовую структуру капитала. Вместе с тем, современные теории, в отличие от традиционных, прежде всего, исследуют фактическую структуру капитала компании, ее соотношение с оптимальной структурой, а также процесс приспособления (адаптации) структуры капитала к ее оптимальной детерминанте

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Белолипецкий В.Г. Финансы фирмы: курс лекций. / Под ред. И.П. Мерзлякова. — М. : ИНФРА-М, 1998. — 298 с.
2. Бланк И.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк — К. : Ника-Центр, 2000. — 510 с.
3. Блонская В.И. Диагностика управления капиталом предприятия / В.И. Блонская // Науковий вісник НЛТУ України. — 2009. — Вип. 19.11. — С. 252—258.
4. Бригхем Ю.Ф. Энциклопедия финансового менеджмента : [сокращ. пер. с англ.] / Общ. ред. и вступит. ст. Б.Е. Пенькова, В.В. Воронова. — М. : Экономика, 1998. — 815 с.
5. Высоцкая И.Б. Оптимизация структуры капитала предприятия с целью повышения его финансовой безопасности / И.Б. Высоцкая, В.В. Комаричина // Науковий вісник НЛТУ України. — 2013. — Вип. 23.1. — С. 224—230.
6. Гринкевич С. Финансовая стратегия управления структурой капитала предприятия / С. Гринкевич, П. Салдан // Науковий вісник НЛТУ України. — 2011. — Вип. 21.8. — С. 198—204.
7. Ивашковская И. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании / И. Ивашковская // Управление компанией. — 2005. — № 2. — С. 8—10.
8. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. — М.: Финансы и статистика, 2001. — 560 с.
9. Крейнина М.Н. Финансовое состояние предприятия : методы оценки. / М.Н. Крейнина. — М. : Дис, 1997. — 224 с.
10. Лапуста М.Г. Финансы организаций (предприятий) / М.Г. Лапуста., Т.Ю. Мазурина, Л.Г. Скамай. — М.: ИНФРА-М, 2007. — 352 с.
11. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер; пер. с англ. — М. : Дело, 1999. — 372 с.
12. Росс С. Основы корпоративных финансов / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордано; пер. с англ. — М. : Лаборатория базовых знаний, 2000. — 720 с.
13. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями / Т.В. Теплова. — М. : ГУ ВШЭ, 2000. — 209 с.
14. Терещенко О.О. Фінансова санація та банкрутство підприємств: [навч. посіб.] / О.О. Терещенко. — К.: КНЕУ, 2000. — 412 с.
15. Шим Джей К. Финансовый менеджмент / Джей К. Шим, Джоэл. Г. Сигел; пер. с англ. — М. : Филинь, 1996. — 400 с.