

© Самбудагва Д. Б., 2015

Иркутский государственный университет, г. Иркутск

Анализ структуры капитала является одной из ключевых задач рассматриваемой в финансовом менеджменте. Под анализом следует понимать набор методов нацеленных на создание оптимальной структуры капитала, при котором соотношение между заемными и собственными средствами, обеспечивает оптимальные пропорции между уровнем рентабельности и финансовой устойчивостью, что влечет за собой увеличение рыночной стоимости компании. Таким образом, в данной работе будут рассмотрены количественные и качественные подходы создания оптимальной структуры капитала, где по каждому из подходов будет представлено подробное объяснение с анализом плюсов и минусов, а так же будет приведен пример использования данного подхода на практике.

*Ключевые слова:* структура капитала, WACC, EBITA, рентабельность.

Структура капитала опирается на два основных показателя: объем собственных средств и объем заемных средств. Со стратегической точки зрения структура капитала — это важный параметр для любой компании, так как от неё напрямую зависит то, насколько эффективно компания использует имеющиеся ресурсы, как фактор увеличивающий стоимость компании. Для пояснения приведем пример: финансирование за счет собственных средств обходится дороже, чем финансирование за счет заемных, в виду того, что стоимость долга растянута во времени, и в случае низкого содержания заемных средств в структуре капитала, компания теряет возможность использовать более дешевый способ финансирования. В данном случае компания имеет высокие совокупные затраты на капитал, и в результате, требует завышенную доходность от будущих вложений. С другой стороны, высокий объем заемных средств, так же формирует высокую ставку доходности, в виду того, что компания рискует не ответить по своим обязательствам. В виду сказанного, рождается идея того, что оптимальная (сбалансированная) структура капитала является ключом к достижению высоких финансовых показателей и получению максимальной стоимости компании.

Важность решений, связанных с выбором структуры капитала, опирается на то, что в случае неграмотного распределения заемных и собственных средств, возникают препятствия для развития компании. Во-первых, высокие затраты на капитал, возникающие из-за несбалансированной структуры капитала, требуют более высокой доходности от инвестиционных проектов, при этом потенциально привлекательные проекты попадают под риск быть отвергнутыми, в виду недостаточной доходности. Во-вторых, вследствие дополнительных ограничений, вызванных высокой ставкой доходности, компания становится менее гибкой и маневренной, в результате, медленно реагирует на изменения рынка сбыта. В-третьих, в условиях не оптимальности структуры капитала, усугубляется агентский конфликт, иными словами, конфликт менеджера и собственника. Мотивационная составляющая менеджмента изменяется и это может привести к неэффективному управле-

нию. Например, менеджер может принять сомнительные инвестиционные решения, приводящие к реализации высоко рискованных проектов. Наконец, внешние поставщики капитала могут отказаться от взаимодействия с компанией, которая имеет высокую долговую нагрузку, объясняя это слабой финансовой устойчивостью и рисками.

Таким образом, решения связанные с корректировкой структуры капитала оказывают существенное влияние на деятельность компании и на ее финансовые показатели.

Однако выбор источников финансирования и изменение структуры капитала — это далеко не все проблемы, которые стоят перед управленцем. Появляющиеся сложности, как правило, связаны с использованием количественных методов оценок, направленных на вычисления сбалансированного объема заемных и собственных средств. Далее, нужно дополнять количественные оценки качественным экспертным анализом на микро и на макроуровне.

Итак, рассмотрим некоторые количественные и качественные методы определения оптимальной структуры капитала.

**Метод средневзвешенных затрат на капитал (WACC).** Первый метод, который будет рассмотрен — метод средневзвешенных затрат на капитал (WACC). Данный подход позволяет определить какую минимальную доходность должен зарабатывать капитал для того, что бы покрывать свои краткосрочные и долгосрочные обязательства. Рассматривая WACC применительно к структуре капитала можно сказать что: структура капитала является оптимальной только в том случае, если бизнес может после выплаты налогов государству, обеспечить необходимую доходность поставщикам капитала, например инвесторам. [1]. В итоге, оптимизация структуры капитала достигается путем минимизации WACC. Расчет осуществляется по формуле 1.

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - t), \quad (1)$$

где E — собственные средства;

D — заемные средства;

$r_e$  — стоимость собственного капитала;

$r_d$  — стоимость заемного капитала;

t — налог на прибыль.

С точки зрения управления обе ставки  $r_c$  и  $r_d$  означают требования инвесторов по доходности. Таким образом, совокупная величина WACC принимает характер затрат на привлечение капитала, которые обязательно должны быть покрыты доходностью фирмы.

Основная проблема, связанная с расчетом WACC, заключается в том, что довольно часто сложно определить цену единицы капитала, полученную из разных источников. В некоторых случаях цену единицы капитала легко вычислить, например — стоимость кредита взятого в банке, но для ряда других источников это сделать достаточно затруднительно. Тем не менее, даже приблизительные оценки WACC приемлемы для аналитических целей (полезны как для сравнительного анализа эффективности авансирования средств в организацию, так и для обоснования инвестиционной политики организации) [2].

**Метод скорректированной приведенной стоимости (APV).** Модель APV говорит том, что увеличение долговой нагрузки на предприятия позволяет экономить на налоге на прибыль. В данном методе стоимость компании разлагается на две составляющих: 1) стоимость операционных выгод при отсутствии эффекта финансового рычага; 2) выгоды от финансовых решений через отражение экономии на налоговых выплатах по заемному капиталу. Таким образом, стоимость компании с помощью APV [3] будет рассчитываться по формуле 2.

$$APV = NPV + F, \quad (2)$$

где APV — скорректированная приведенная стоимость;

NPV — чистая приведенная стоимость;

F — решения по финансированию.

В модели есть примечание, что на стоимость компании влияют не только денежные потоки, но используемые источники финансирования. Рассматривая формулу, отмечу, что на стоимость компании оказывает влияние также эффект налогового щита и издержки финансовой неустойчивости (формула 3).

$$V_{levered} = V_{unlevered} + PV(TS) - PV(BC), \quad (3)$$

где  $V_{levered}$  — стоимость фирмы с учетом решений по финансированию;

$V_{unlevered}$  — стоимость фирмы без учета долга;

PV (TS) — стоимость выгод от эффекта налогового щита;

PV (BC) — издержки финансовой неустойчивости компании.

В модели  $V_{unlevered}$  будет рассчитываться на основании будущих денежных потоков. В случае отсутствия информации можно использовать модель «дисконтированных денежных потоков» для ее оценки.

Стоимость налогового щита будет рассчитываться как произведение долга и ставки корпоративного налога на прибыль, отражая текущую стоимость экономии на налоговых выплатах в случае использования компанией долгового финансирования.

На издержки финансовой неустойчивости оказывают влияние вероятность дефолта компании и стандартное отклонение EBIT.

Основным недостатком модели APV может стать сомнительная статистическая значимость стандартной ошибки EBIT, поэтому решение об оптимальности структуры капитала компании лучше принимать в соотношении с другими методами [4]. Как было сказано ранее, каждую количественную модель нужно дополнить качественным анализом. Для этого рассмотрим, какие факторы могут оказывать качественное влияние на принятие финансовых решений.

**Рентабельность компании.** Эмпирическими исследованиями было установлено, что прибыльным компаниям на развивающихся рынках капитала соответствует более низкий уровень долговой нагрузки [5]. Исследование на рынке капитала России, показало, что данная тенденция присуща в большинстве случаев, а также подтверждается исследованиями на других развивающихся рынках [6]. Характер зависимости не меняется и во времени: результаты до кризиса 2008 года и после него сохраняются. Таким образом, при прочих равных компании с более высоким уровнем рентабельности склонны выбирать более низкий уровень финансового рычага.

**Возможности для роста.** Возможности для роста финансовых показателей оказывает непосредственное влияние на решения относительно структуры капитала. Для компаний России прямая зависимость наблюдается для показателей обязательств компании. Чем больше возможностей для роста видит менеджмент компании, тем более вероятно увеличение долговой нагрузки для такой компании [7].

**Структура активов.** Чем больше у компании текущих активов в виде высоколиквидных ценных бумаг, запасов и внеоборотных средств с высокой ликвидационной стоимостью, тем большее значение финансового рычага может устанавливать компания. Данная тенденция подтверждается экономическим смыслом метода APV: высокая ликвидность текущих активов понижает издержки банкротства, а значит, при прочих равных увеличивает стоимость компании. Однако если у компании высокая доля постоянных затрат в общем портфеле затрат, рекомендуется снижение значения финансового рычага компании [8].

Итак, в данной работе было рассмотрено понятие структуры капитала как основы стратегии компании. Грамотный выбор структуры капитала увеличивает привлекательность для инвесторов, снижает риски, связанные с банкротством, повышает уровень прибыли, что положительно влияет на стоимость компании. Помимо этого, были приведены примеры качественных факторов, которые также оказывают влияние на процесс оптимизации структуры капитала, поэтому успешный подход для определения оптимальной структуры капитал должен охватывать не только количественные, но и качественные методы оценки. ■

1. *Анюхина И.* Оценка оптимальной структуры капитала компаний ОАО «Уралкалий» и Kali&Salz AG / И. Анюхина, И. Ивановский, Е. Катаева // Корпоративные финансы. — 2008. — № 4(8). — С. 88–105.

2. *Kokoreva M.* Financial architecture and corporate performance: evidence from Russia / М. Kokoreva, А. Stepanova // Корпоративные финансы. — 2012. — № 2 (22). — С. 34–44.

3. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. — М: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 1316 с.

4. *Modigliani, F.* (1963), Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, American Economic Review, № 53(3), pp. 433–443.

5. *Myers, S.* (1984), The capital structure puzzle, Journal of Finance, № 39, pp. 575–592.

6. URL: [http://afdanalyse.ru/publ/finansovyj\\_analiz/1/wacc/15-1-0-72](http://afdanalyse.ru/publ/finansovyj_analiz/1/wacc/15-1-0-72).

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

*Анюхина И.* Оценка оптимальной структуры капитала компаний ОАО «Уралкалий» и Kali&Salz AG / И. Анюхина, И. Ивановский, Е. Катаева // Корпоративные финансы. — 2008. — № 4(8). — С. 88–105.

*Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. — М: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 1316 с.

*Kokoreva M.* Financial architecture and corporate performance: evidence from Russia / М. Kokoreva,

А. Stepanova // Корпоративные финансы. — 2012. — № 2 (22). — С. 34–44.

*Modigliani, F.* (1963), Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, American Economic Review, № 53(3), pp. 433–443.

*Myers, S.* (1984), The capital structure puzzle, Journal of Finance, № 39, pp. 575–592.

URL:

[http://afdanalyse.ru/publ/finansovyj\\_analiz/1/wacc/15-1-0-72](http://afdanalyse.ru/publ/finansovyj_analiz/1/wacc/15-1-0-72).

---

## Analysis of Capital Structure: Approaches and Challenges

© **Sambudagva D., 2015**

Analysis of capital structure is one of the key aspects in financial management. Analysis is a set of methods designed to develop an optimal capital structure in which the ratio of borrowed and personal funds secures the best proportion of profitability and financial sustainability. As a result, it contributes to an increased market value of a given company. This paper explores quantitative and qualitative approaches for the creation of an optimal capital structure. Each approach is explained in detail with all cons and pros. The author also describes how the approach works in practice.

*Keywords:* capital structure, WACC, EBITA, profitability.

---