

Интернет-журнал «Наукоедение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 8, №1 (2016) <http://naukovedenie.ru/index.php?p=vol8-1>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/37EVN116.pdf>

DOI: 10.15862/37EVN116 (<http://dx.doi.org/10.15862/37EVN116>)

Статья опубликована

Ссылка для цитирования этой статьи:

Верховцева Е.А., Гребеник В.В. Управление структурой капитала как способ управления стоимостью компании // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 8, №1 (2016)

<http://naukovedenie.ru/PDF/37EVN116.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ. DOI: 10.15862/37EVN116

УДК 2964

Верховцева Екатерина Анатольевна

ФГБОУ ВО «Финансовый университет при правительстве Российской Федерации», Россия, г. Москва¹

Доктор экономических наук

Магистр

E-mail: ekaterina.verhovceva@gmail.ru

Гребеник Виктор Васильевич

ФГБОУ ВО «Финансовый университет при правительстве Российской Федерации», Россия, г. Москва

Профессор кафедры «Финансового менеджмента»

Доктор экономических наук, доцент

E-mail: Gvik65@yandex.ru

РИНЦ: http://elibrary.ru/author_profile.asp?id=664895

Управление структурой капитала как способ управления стоимостью компании

Аннотация. В современном мире основной целью любой предпринимательской деятельности независимо от экономических условий остается повышение благосостояния собственников за счет максимизации стоимости компании и получения прибыли. В данном контексте стоимость компании отождествляется с главным инструментом роста благосостояния собственников. Таким образом, для того чтобы богатство собственников предприятия постоянно приумножалось, необходимо воздействовать на стоимость компании с целью ее максимизации, используя определенные способы влияния на величину стоимости.

В данной работе автором представлена характеристика основных способов управления структурой капитала, сильные и слабые стороны управления отдельными ее компонентами, а также проанализированы современные тенденции формирования структуры капитала российскими и зарубежными компаниями. Автором определено, что теоретически существует два способа влиять на стоимость фирмы – влияя на структуру ее активов, либо изменяя структуру пассивов компании. Все возможные способы воздействия на стоимость компании с целью ее максимизации, так или иначе, сводятся к вышеназванным двум способам воздействия на элементы баланса организации. В случае влияния на активы исследуются денежные потоки, генерируемые активами. В случае с пассивами исследуется структура источников, формирующих структуру активов, в частности структура капитала. Последняя представляет собой наиболее известный и обсуждаемый в публикациях инструмент,

¹ 115114, Москва, ул. Летниковская, дом 2, стр. 4, корп. А

используемый при максимизации стоимости бизнеса. В то же время, данный инструмент достаточно редко применяется на практике в силу воздействия на него большого количества факторов, состав которых зависит от конкретных условий отрасли и состояния экономики в целом, что делает управление структурой капитала весьма трудоемким процессом.

По итогам проведенного исследования различных практик управления структурой капитала автором сделан вывод о том, что максимизация стоимости организации посредством применения способа управления структурой капитала является наиболее эффективным инструментом повышения стоимости в системе управления стоимостью бизнеса.

Ключевые слова: структура капитала; стоимость компании; максимизация стоимости; управление структурой капитала; заемный капитал; собственный капитал; финансовый леверидж; факторы структуры капитала

В условиях современной экономики главная цель предпринимательской деятельности, а именно повышение благосостояния собственников, напрямую зависит от создания дополнительного денежного потока, формирующего новую стоимость организации. Соответственно, в целях максимизации стоимости бизнеса необходимо использовать ряд приемов по воздействию на ее величину через те или иные показатели, формирующие величину стоимости.

С точки зрения управления стоимостью большинство подходов к повышению величины стоимости бизнеса предусматривает косвенное влияние на финансы посредством применения приемов стратегического менеджмента и маркетинга, например:

- разработка соответствующим образом ориентированной рыночной стратегии;
- создание более эффективного операционного управления предприятием;
- снижение фиксированных затрат компании (снижение издержек на содержание излишних мощностей);
- ускорение оборачиваемости дебиторской задолженности;
- реализация накопленных запасов;
- выплата долга.

Все вышеперечисленные приемы относятся больше к модели управления прибылью, в аналитическом аспекте ориентированной лишь на ретроспективные данные отчетности. Данный недостаток устраняется стоимостной концепцией управления, подразумевающей не только анализ ретроспективных данных, но и возможность приведения ретроспективных данных к настоящей стоимости. Иными словами, управление стоимостью как процесс финансового менеджмента позволяет не только управлять прибылью, но и (что представляет особый интерес) повысить эффективность использования вложенного капитала.

В финансовом менеджменте выделяют два основных пути максимизации стоимости компании. Первый – за счет воздействия на структуру активов – выбор конкретного соотношения элементов активов, способствующего увеличению стоимости компании. При этом рекомендуется особое внимание уделять структуре нематериальных активов, куда входят: интеллектуальная собственность, имущественные права, стоимость деловой репутации. По статистике, данный тип активов в российских промышленных компаниях количественно может составлять 20-25% стоимости всех активов, однако зачастую 80% стоимости таких нематериальных активов никак не отражаются в учете и отчетности [5].

Второй вариант максимизации стоимости компании – за счет воздействия на структуру пассивов организации. Данный способ представляет основной интерес в системе управления стоимостью как механизм формирования оптимальной структуры источников финансирования активов компании, которые в дальнейшем будут генерировать дополнительный денежный поток для предприятия. Данное соотношение в конкретных условиях зависит от ряда факторов внешней и внутренней среды, характерных для определенной отрасли, в которой предприятие осуществляет свою основную деятельность [9].

Существует большое количество детерминант структуры капитала, варьирующихся в зависимости от конкретики среды исследуемой организации. В целом же выделяют ряд общих определяющих факторов структуры капитала:

- размер и доходность капитала;
- возможности роста;
- структура активов;
- стоимость источников;
- макроэкономические факторы;
- уровень налогообложения;
- стадия жизненного цикла;
- доля государственной собственности;
- финансовый менталитет;
- учет сложившейся структуры;
- уровень риска [4].

Среди вышеперечисленных детерминант структуры капитала особо выделяют макроэкономические факторы, среди которых нередко выделяют две группы: факторы фискальной и монетарной политики государства. Считается, что менеджеры, принимая решения, в равной степени должны руководствоваться как внутренними, так и данными внешними факторами, определяющими последовательность управленческого процесса и характер принимаемых решений [1].

Наиболее известная классификация структуры капитала представляет собой разделение источников финансирования активов компании на собственные средства и заемные средства, соотношение которых (финансовый леверидж) и представляет оптимальное сочетание элементов собственного и заемного капитала, необходимое для обеспечения эффективной работы компании [11].

При анализе суммарного эффекта, который оказывает структура капитала на стоимость компании, выявлено, что оба вида капитала, используемые компанией в качестве источников финансирования, имеют как достоинства, так и недостатки. Так, активное использование собственного капитала позволяет быстро и с наименьшими издержками привлекать необходимые ресурсы (особенно при использовании нераспределенной прибыли, направляемой на реинвестирование) и обеспечить финансовую устойчивость компании. Однако, «преимущественное обслуживание» собственных средств обходится компании в разы дороже, чем заемный капитал, что делает компанию менее привлекательной для сотрудничества в конечной перспективе.

Если рассматривать заемный капитал как основной источник структуры капитала, в числе его преимуществ следует выделить прежде всего, большие возможности привлечения займов (при условии хорошей кредитной истории), возможность повышения рентабельности собственного капитала и финансового потенциала организации. В то же время избыток заемных средств в структуре капитала снижает прибыльность бизнеса и может повлечь за собой такие угрозы, как риск снижения финансовой устойчивости, потеря платежеспособности [8].

Данные плюсы и минусы элементов структуры капитала подтверждаются результатами корреляционного анализа зависимости структуры источников средств от ряда факторов финансового состояния предприятия. По результатам анализа выявлено, что структура капитала фирмы отрицательно коррелирует с его прибыльностью и ликвидностью его активов. Кроме того, подтверждено, что в развивающихся странах осязаемые активы компании отрицательно коррелирует с его отношением долга (высокий уровень материальных активов - не гарантия для кредиторов в случае дефолта заемщика). С другой стороны, размер компании и ее оборачиваемость активов положительно коррелируют с уровнем задолженности. Эмпирические результаты исследования подтверждают теорию иерархии, в соответствии с которой прибыльное предприятие с высоким уровнем ликвидности будет иметь пониженный уровень долга [2].

Использование теории иерархии характерно как для многих компаний за рубежом, так и для многих российских компаний, преимущественно промышленных. Так, большинство российских промышленных компаний строят свою структуру капитала, ставя на первое место использование нераспределенной прибыли. Затем идет привлечение средств посредством банковских кредитов и займов. И лишь последней инстанцией в структуре капитала оставлена эмиссия акций и долговых ценных бумаг.

Наглядно данная ситуация продемонстрирована на рисунке 1, характеризующем структуру капитала ведущих российских компаний сферы деятельности нефтегазового сектора.

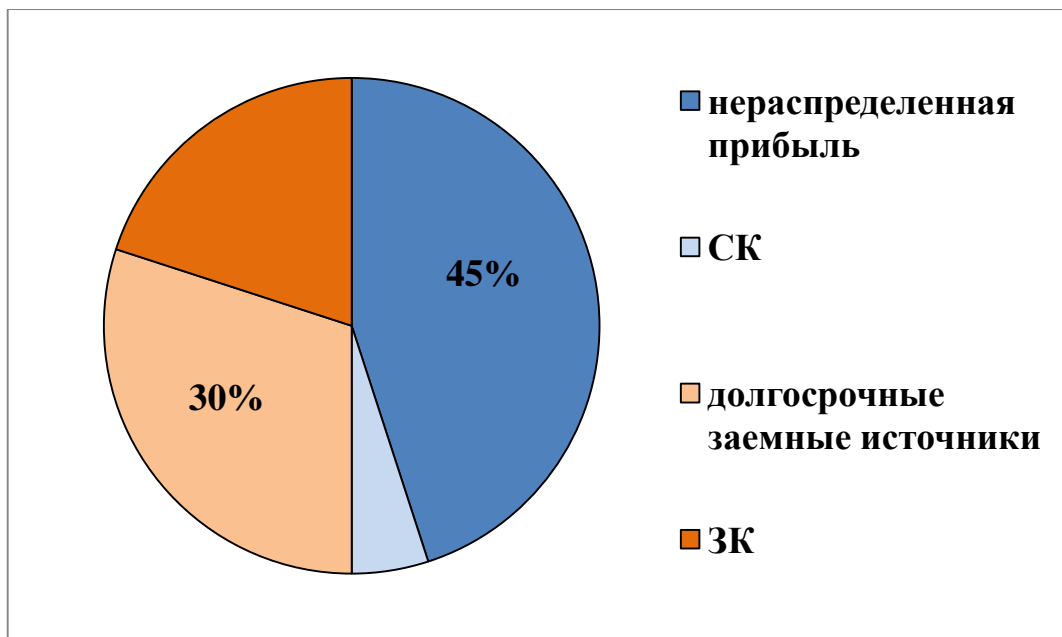


Рисунок 1. Структура капитала предприятий нефтегазового сектора в 2008-2012 гг. (усредненные значения)

Из рисунка видно, что при относительно равном соотношении собственных и заемных средств (по 50%), львиная доля собственного капитала в структуре его компонент приходится на нераспределенную прибыль при одновременном преобладании доли долгосрочных заемных источников в структуре заемного капитала.

Если свести воедино смысл понятий «структура капитала» и «стоимость капитала», отраженный Давидом Рикардо, Адамом Смитом и Карлом Марксом, можно сделать следующий вывод о капитале: капитал приносит доход его собственнику в форме процента, при этом использование капитала связано с платой за его использование. А сущность стоимости капитала приобретает в данном случае двоякое выражение. Во-первых, стоимость капитала представляет собой фактические затраты по обслуживанию капитала. В данной трактовке исследование величины стоимости капитала важно для применения в управленческих целях, требующих анализа показателя «фактической стороны». Во-вторых, стоимость капитала компании представлена как минимальная доходность на привлеченный (вложенный) капитал. Такой подход следует использовать в случае оценки стоимости бизнеса (или акций), когда собственника (в конкретном случае инвестора) интересуют перспективы бизнеса, в который он вкладывает средства [10].

Само по себе определение стоимости капитала организации связано с ключевым вопросом определения состава и структуры средств, необходимых для бесперебойного функционирования бизнеса. Следовательно, необходимо проведение анализа пассивов с целью оценки рациональности структуры финансирования, при котором необходимо руководствоваться соответствующими критериями оптимальности капитала [7]. Иными словами, с целью рационального распределения ресурсов организации необходимо проведение процедур оптимизации структуры капитала.

Согласно определению понятия «оптимизация структуры капитала», предложенному И.А. Бланком, данный процесс представляет собой последовательность действий по определению соотношения использования собственного и заемного капитала, при котором обеспечиваются оптимальные пропорции между уровнем рентабельности собственного капитала и уровнем финансовой устойчивости, т.е. обеспечивается максимизация рыночной стоимости предприятия [3].

Независимо от метода, применяемого при оптимизации структуры капитала компании, необходимо учитывать финансовый риск, обусловленный как раз выбранным соотношением источников формирования активов. Данный риск наиболее часто оценивается с помощью такого инструмента, как финансовый левэридж, результаты расчета которого имеют широкое аналитическое применение для любой организации [6]. Кроме непосредственно оценки финансового левэриджа необходимо учитывать специфические риски, присущие каждой составляющей структуры собственного и заемного капитала. На рисунке 2 представлена структура капитала организации с выделением компонент собственных и заемных источников.

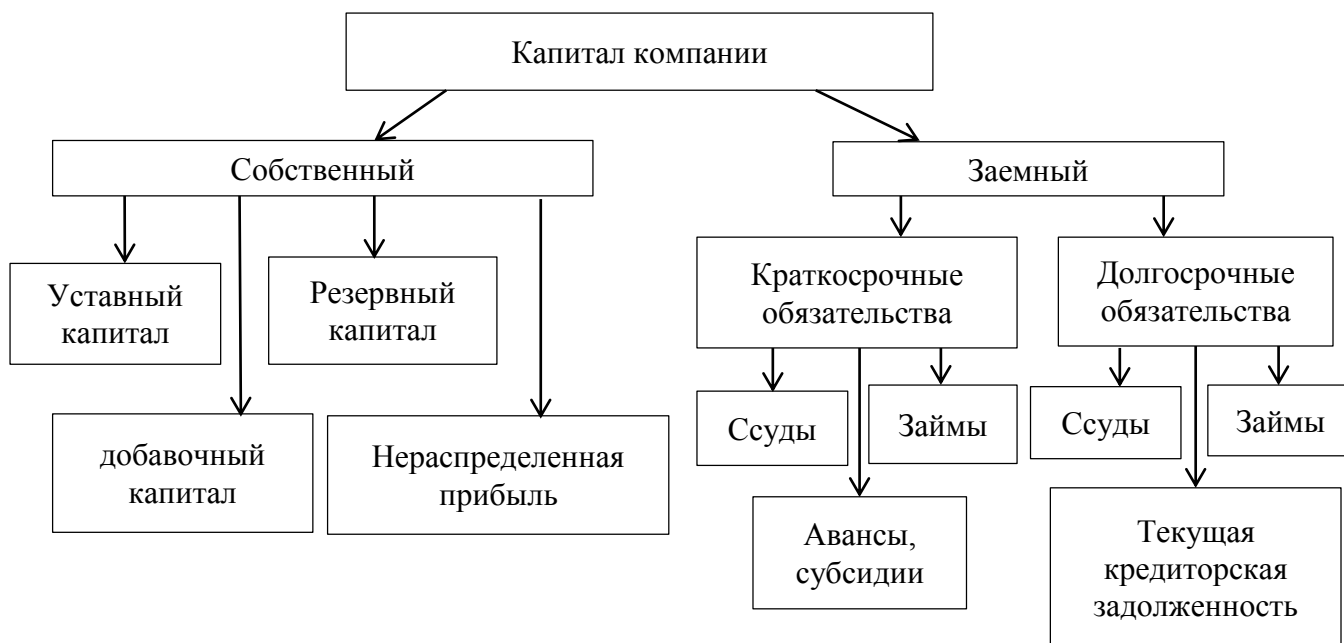


Рисунок 2. Структура собственных и заемных источников организации

По рисунку видно, что в структуру капитала каждой организации включается комплекс составляющих, имеющих разную природу образования, и, соответственно, имеющих присущие конкретной составляющей структуры капитала риски, которые нужно учитывать при проведении мероприятий по оптимизации капитала [8].

Учитывая все вышесказанное, можно сделать вывод о необходимости управления структурой капитала в системе управления стоимостью организации, так как оптимизация структуры капитала компании позволит сформировать необходимое соотношение собственного и заемного капитала, способствующее в конечном итоге максимизации стоимости бизнеса. Многие российские компании, формирующие структуру капитала согласно принципу иерархии, поступают рационально, исходя из условий экономики и комплекса рисков, обладающего высокой вероятностью реализации. Финансовая политика большинства российских организаций оправданна, однако управление структурой компонент собственного и заемного капитала в целях повышения доли источников формирования активов, занимающих в настоящее время лишь малую долю в структуре капитала, становится важнейшим вопросом темы обеспечения высокого уровня финансовой устойчивости, платежеспособности и максимизации стоимости компании в долгосрочной перспективе.

ЛИТЕРАТУРА

1. Mokhova N., Zinecker M. Macroeconomic factors and corporate capital structure / *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 110, 2014, pp. 530-540.
2. Serghiescu L., Videan V.-L. Determinant factors of the capital structure of a firm – an empirical analysis / *Procedia Economics and Finance*, Volume 15, 2014, pp. 1447 – 1457.
3. Бланк И.А. Словарь-справочник финансового менеджера. - К.: «Ника-Центр», 1998. - 480 с. - (Серия «Библиотека финансового менеджера»; Вып 1).
4. Борисова, О.В. Оптимизация структуры капитала коммерческих предприятий в России: Монография / О.В. Борисова, Т.В. Щукина. - М.: РИА "ВивидАрт", 2014 - 148с. [Электронный ресурс] Режим доступа из локальной сети Финуниверситета: URL:http://elib.fa.ru/rbook/borisova_shukina.pdf.
5. Гунина Е.Н., Казаков А.А. Роль нематериальных активов в стоимости предприятия // *Международный научно-исследовательский журнал*. – 2015. – №8-1 (39). – С. 30-32.
6. Дядюк М.А., Круглова Е.А., Фощан В.В., Финансовый леверидж как инструмент оценки риска формирования финансовой структуры капитала торгового предприятия // *Бизнес Информ*. – 2014. – №9. – С. 272-278.
7. Жуковская С.Л., Оборин М.С. Основные подходы к анализу источников финансирования деятельности предприятия // *Фундаментальные исследования*. – 2014. – №6-5. – С. 969-973.
8. Мамишев В.И. Структура капитала и ее влияние на стоимость компании // *Проблемы современной экономики*. – 2015. – №1 (53). – С. 91-95.
9. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. - 544 с.
10. Сутягин В.Ю. Стоимость капитала: взгляды и проблемы трактовки // *Социально-экономические явления и процессы*. – 2014. – №3 (061). – С. 118-120.
11. Шохин Е.И. Финансовый менеджмент: Учебник. / Под ред. проф. Шохина Е.И. – М.: КноРус, 2011. – 480 с.

Verkhovtseva Ekaterina Anatolievna

The Federal State-Funded Educational Institution of Higher Professional Education
«Financial University under the Government of the Russian Federation», Russia, Moscow
E-mail: ekaterina.verhovceva@gmail.ru

Grebenik Viktor Vasil'evich

The Federal State-Funded Educational Institution of Higher Professional Education
«Financial University under the Government of the Russian Federation», Russia, Moscow
E-mail: Gvik65@yandex.ru

Capital structure as a method of control the value of the company

Abstract. In the modern world the main aim of any business regardless of economic conditions is improving the welfare of the owners by maximizing the company's value and profit. In this context the value of the company is identified with the main instrument for the growth of the welfare of the owners. Thus, to the wealth of the owners of the company are constantly multiply, you must affect the value of the company with a view to maximize it, using certain methods of influence on the value of the cost.

In this paper, the author presents characteristics of the main methods of capital management, the strengths and weaknesses of the management of its individual components, as well as analysis of current trends in the capital structure formation of Russian and foreign companies. The author identified, that theoretically there are two ways to affect on the value of the company – to affect the structure of its assets, or by changing the structure of liabilities of the company. All possible ways of influencing the value of the company with the aim of its maximization, anyway, are reduced to the above two methods of influence on the balance elements of the organization. In the case of assets impact we study cash flows generated by the asset. In the case of liability we study the structure of sources of forming the structure of assets, in particular the capital structure. The latter is the most famous and discussed in publications tool used while maximizing business value. At the same time, this tool is rarely used in practice due to impact on it a number of factors, the composition of which depends on the specific conditions of the industry and the economy as a whole, which makes the management of capital structure is very time-consuming process.

According to the results of the study of variety capital management practices, the author concluded that value maximization of organization by applying the method of capital structure management is the most effective tool for increasing the value of the company in the system of value based management.

Keywords: the capital structure; the cost of the company; value maximization; capital structure management; debt capital; equity capital; financial leverage; capital structure factors

REFERENCES

1. Mokhova N., Zinecker M. Macroeconomic factors and corporate capital structure / *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 110, 2014, pp. 530-540.
2. Serghiescu L., Videan V.-L. Determinant factors of the capital structure of a firm – an empirical analysis / *Procedia Economics and Finance*, Volume 15, 2014, pp. 1447 – 1457.
3. Blank I.A. Dictionary of financial manager. - K.: "Nika-Center", 1998. - 480 p. - (Series "library finance manager", Issue 1).
4. Borisova O.V. Optimization of the capital structure of businesses in Russia: Monograph / O.V. Borisova, T.V. Shchukin. - M.: RIA "VividArt" 2014 – 148 s. [Electronic resource] Access from the local network Finuniversiteta: <URL: http://elib.fa.ru/rbook/borisova_shukina.pdf>.
5. Gunina E.N., A.A. Kazakov. The role of intangible assets in the value of the enterprise // *International Research Journal*. - 2015. - №8-1 (39). - S. 30-32.
6. Dyadyuk M.A., E.A. Kruglov, Foschan V.V. Financial leverage as a tool to assess the risk of the formation of financial capital structure of commercial enterprise // *Business Inform.* - 2014. - №9. - S. 272-278.
7. Zhukovskaya C.L., Oborin M.S. Basic approaches to the analysis of sources of financing of the enterprise // *Basic Research*. - 2014. - №6-5. - S. 969-973.
8. Mamishev V.I. Capital structure and its impact on the value of the company // *Problems of modern economy*. - 2015. - №1 (53). - S. 91-95.
9. Valuation of Enterprise (Business) / A.G. Gryaznov, M.A. Fedotov, M.A. Eskindarov, T.V. Tazihina, E.N. Ivanova, O.N. Shcherbakov. - M.: INTERREKLAMA, 2003. - 544 p.
10. Sutyagin V.Y. The cost of capital: the views and interpretations of the problem // *Socio-economic phenomena and processes*. - 2014. - №3 (061). - S. 118-120.
11. Shokhin E.I. Financial management: the Textbook. / Ed. prof. Shokhin E.I. - M.: KnoRus, 2011. - 480 p.