

АНАЛИЗ ОПТИМАЛЬНОСТИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ

В статье рассмотрены методические аспекты аналитической оценки оптимальности структуры капитала организации в рамках традиционной бухгалтерской модели управления бизнесом и финансовой модели, которая отражает взгляд владельцев собственного капитала, заинтересованных в компенсации инвестиционного риска.

The article deals with methodological aspects of the analytical evaluation of the optimality of capital structure of the organization within the traditional accounting model of business management and finance, which reflects the opinion of the owners of private capital interested in offset investment risk.

Развитие любого бизнеса помимо бизнес-идеи требует также соответствующего финансирования. Выбор источников привлечения капитала имеет различные финансовые последствия (изменение величины финансового результата деятельности, стоимости бизнеса). Поэтому учеными и практиками уделяется большое внимание вопросам оптимизации структуры капитала организации.

В настоящее время в Республике Беларусь происходит активный переход от учетной модели анализа организации, использовавшей стандартную финансовую отчетность и принципы ее построения, к стоимостной модели. Стоимостная модель анализа базируется на широкой финансовой информации, включая рыночную. По мнению Т. В. Тепловой, особенностями данной модели являются учет инвестиционного риска, отождествление риска и доходности, новая трактовка капитала, учет сценарности развития организации и управленческой гибкости [1].

Структура капитала является ключевым финансовым индикатором, используемым рейтинговыми агентствами, оценщиками при оценке стоимости бизнеса, финансово-кредитными организациями

и менеджерами субъекта предпринимательской деятельности при оценке финансового риска и т. д.

Каждый источник финансирования имеет свои достоинства и недостатки, которые должны быть учтены в процессе финансовой работы и оптимизации структуры капитала. Оптимизация – это процесс нахождения наилучшего решения задачи, определяемого по некоторому заранее установленному критерию. В качестве критерия оптимизации структуры капитала, как правило, выбирают:

1. Минимизацию уровня финансового риска. Этот критерий оптимизации структуры капитала связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов организации. В этих целях все активы организации В. В. Ковалев подразделяет на три группы:

- долгосрочные активы;
- постоянную часть краткосрочных активов (неизменная часть их размера, не зависящая от сезонных и других циклических особенностей производственно-коммерческой деятельности);
- переменную часть краткосрочных активов (варьирующая их часть, определяемая сезонным или другим циклическим возрастанием объема производственно-коммерческой деятельности) [2, с. 270].

Современные финансовые аналитики выделяют разные стратегии финансирования краткосрочных активов: идеальную, агрессивную, консервативную, компромиссную. Они зависят от отношения менеджера к выбору источников покрытия переменной части краткосрочных активов:

- Идеальная модель основана на том, что краткосрочные активы совпадают с краткосрочными обязательствами, т. е. собственные оборотные средства отсутствуют.
- Согласно агрессивной модели долгосрочные пассивы (сумма собственных средств и долгосрочных обязательств) служат источниками покрытия долгосрочных активов и постоянной части краткосрочных активов, а переменная часть краткосрочных активов покрывается за счет краткосрочных обязательств.
- В соответствии с консервативной моделью, активы полностью покрыты долгосрочными источниками.

- Основной компромиссной (наиболее реальной) модели служит утверждение о том, что долгосрочные активы, постоянная часть краткосрочных активов и половина переменной части краткосрочных активов покрываются долгосрочными источниками.

В рамках анализа оптимальности структуры капитала по критерию минимизации уровня финансового риска необходимо оценить структуру источников финансирования каждой из трех выделенных частей активов. Это позволит установить оптимальность сложившейся структуры капитала в зависимости от выбранной стратегии финансирования краткосрочных активов.

2. Максимизацию уровня прогнозируемой финансовой рентабельности. В первую очередь, при проведении многовариантных расчетов используется механизм финансового рычага. Помимо этого современный аналитик применяет совершенно другую концептуальную основу оценки результатов деятельности организации. Стандартным подходом к привязке финансового результата деятельности организации к структуре ее капитала является экономическая прибыль. Принцип экономической прибыли как база финансовой модели управления означает необходимость учета утраченного инвестиционного дохода и требует внимательного изучения риска инвестиций, поиска сопоставимых по риску альтернатив, анализа их результатов и сопоставления заработанной бухгалтерской прибыли с упущенными выгодами.

Экономическую прибыль (EP) в наиболее общей форме можно рассчитать с помощью следующей формулы:

$$EP = (ROCE - r) \cdot CE,$$

где $ROCE$ – доходность инвестированного капитала, %;

r – доходность альтернативных инвестиций, сопоставимых по риску, %;

CE – инвестированный капитал, млн р.

3. Минимизацию стоимости капитала. Оптимизация проводится на основе предварительной оценки стоимости собственного и заемного капитала (при разных условиях его привлечения) и осуществления многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.

В решении вопроса оптимизации капитала с целью снижения его стоимости и увеличения стоимости бизнеса выделяют несколько концепций. Основы теории структуры капитала заложили Франко Модильяни и Мертон Миллер в 1958г. в разработанной ими концепции индифферентности структуры капитала. При этом в процессе обоснования данной концепции функционирование рынка капитала было ограничено ими рядом условий. Исходя из этих базовых условий, Ф. Модильяни и М. Миллер математически доказали, что рыночная стоимость организации и средневзвешенная стоимость используемого ею капитала зависят только от суммарной стоимости активов и не зависят от состава элементов капитала, авансированного в эти активы. В дальнейших своих исследованиях, сняв ряд выдвинутых ограничений, авторы данной концепции вынуждены были признать, что механизм формирования рыночной стоимости организации находится в определенной связи со структурой ее капитала. Ученые пришли к выводу о том, что заемное финансирование увеличивает стоимость организации, что объясняется налоговой экономией.

Роберт Хаммада объединил модель оценки доходности финансовых активов (CAPM) с моделью Модильяни-Миллера с учетом налогов и вывел формулу для определения цены акционерного капитала финансово зависимой организации. Эта формула позволяет определить размеры премий к ожидаемой стоимости собственного капитала отдельно за рыночный риск и за финансовый риск.

Методы анализа оптимальности структуры капитала, описанные в экономической литературе, можно объединить следующим образом:

- Первая группа методов связана с анализом бухгалтерских показателей, т. е. сфокусированных на бухгалтерской прибыли. Они наиболее просты в использовании.
- Методы второй группы строятся на базе финансовой модели анализа организации и предполагают применение показателей, увязанных с инвестиционным риском бизнеса.
- Методы третьей группы также построены на принципах финансовой модели анализа, но, в отличие от второй группы, предполагают моделирование и включают более сложные сценарии.

Один из методов первой группы – это метод операционной прибыли, направленный на определение допустимого уровня долга в структуре капитала организации. Данный метод нацелен на выявление вероятности банкротства компании на основе анализа изменчивости (волатильности) ее прибыли. Для каждого конкретного уровня финансового рычага анализируется вероятность банкротства и сравнивается с неким изначально заданным пороговым значением, которое формулируется как экспертное суждение, например, руководителем организации. Если при данном размере долга вероятность банкротства ниже введенного ограничения, то долговое

финансирование необходимо увеличить, и наоборот, если вероятность банкротства выше порогового значения, то финансовую зависимость следует снизить. Таким образом, целевым размером долга выступает тот, при котором вероятность банкротства равна заданной пороговой величине.

Банкротство в данном случае рассматривается в простейшей форме и описывается как неспособность организации осуществлять текущие выплаты по долгам, т. е. как вероятность того, что прибыли не хватит для покрытия процентов по займам и погашения текущей части долга. Часть прибыли года, равную приходящейся к погашению в данном году части долга и процентам, называют долговой нагрузкой на прибыль.

При этом показатель прибыли рассчитывается как прибыль до выплаты процентов по кредитам и до уплаты налога на прибыль (*EBIT*) с тем, чтобы в нем была отражена результативность использования ресурсов в организации, включая эффекты от заемного капитала.

Недостатком этого метода является то, что он не учитывает ситуации, в которых высокий финансовый рычаг будет работать против организации (если, например, ее клиенты и поставщики увидят в нем причину роста риска и станут ужесточать контрактные условия или вовсе откажутся от взаимодействия с организацией, такое поведение контрагентов по бизнесу и клиентуры повлияет на операционные результаты, приведет к снижению потоков денежных средств).

Аналитик из таблиц распределения Стьюдента может определить вероятность наступления банкротства, а затем сопоставить с пороговым значением, рассчитав значение показателя по формуле

$$V = \frac{\overline{EBIT} - DP}{\sqrt{\sigma^2}},$$

где $\overline{EBIT}$ – средняя прибыль, млн р;

DP – долговая нагрузка на прибыль, млн р.;

σ^2 – дисперсия показателя *EBIT*.

При этом *EBIT* исчисляется по следующей формуле:

$$\overline{EBIT} = \frac{\sum EBIT_i}{n},$$

где $EBIT_i$ – прибыль за *i*-й период, млн р.;

n – число периодов наблюдения.

Дисперсия *EBIT* (усредненная характеристика) рассчитывается по следующей формуле:

$$\sigma^2 = \frac{\sum (EBIT_i - \overline{EBIT})^2}{n - 1}.$$

Для исчисления вероятности наступления банкротства используются данные отчета о прибылях и убытках. Если полученная путем расчетов вероятность ниже порогового значения, определенного менеджерами, увеличение доли заемного капитала в структуре капитала допустимо.

В свою очередь, вычислить верхнюю границу допустимой величины долга можно, если построить алгоритм расчетов в обратном порядке и учитывать пороговое значение вероятности банкротства. На основании этого порогового значения в соответствующих таблицах распределения определяется, по существу, итоговое значение показателя уровня значимости, а показатель долговой нагрузки на прибыль принимается за неизвестное. Таким образом, задача решается в обратном порядке от порогового значения вероятности к определению допустимой величины обслуживания долга, а затем и самого долга.

К недостаткам данного метода относится то, что в качестве исходных данных для определения значения дисперсии прибыли используются исторические значения бухгалтерской прибыли, которые могут не соответствовать реальным перспективам развития организации. Помимо этого, показатель бухгалтерской прибыли очень чувствителен к изменениям в учетной политике организации. Все эти недостатки характерны для сложившейся бухгалтерской модели анализа, которая сфокусирована на показателе начисленной прибыли. Между тем в современном мире важнейшим финансовым индикатором выступает ликвидность организации. Поэтому для целей управления организацией по целому ряду причин важнее отслеживать не столько прибыли, сколько денежные потоки, и особенно поток свободных для собственника денежных средств.

Прежде всего, это объясняется тем, что выведенная методом начисления прибыль по величине не совпадает с денежными средствами, в конечном счете поступившим в организацию в данном периоде от этих же операций. Кроме того, ни один из показателей бухгалтерской прибыли (прибыль до налогообложения, прибыль по текущей деятельности, чистая прибыль), в отличие от потока свободных денежных средств, не отражает инвестиционные потребности организации (величины инвестиций в оборотный капитал и инвестиций в долгосрочные активы). Поэтому начисленная прибыль не показывает свободных для изъятия собственником денежных средств. Невозможно окончательно судить о степени финансового риска (риска неплатежа) по показателям начисленных прибылей, а не действительных ликвидных потоков. Поэтому при анализе оптимальности структуры капитала данным методом, на наш взгляд целесообразно использовать показатель потока свободных денежных средств, а также его волатильность.

Тем не менее метод операционной прибыли предъявляет жесткие требования к входным данным и плохо работает в ситуациях, когда бизнесу свойственна высокая волатильность прибыли, измеряемая через дисперсию прибыли.

Таким образом, применение современных подходов к анализу оптимальности структуры капитала организации повышает уровень требования к содержанию финансовой информации и уровню профессиональной подготовки менеджеров.

Список использованной литературы

1. **Теплова, Т. В.** Корпоративные финансы. Углубленный курс : учеб. для бакалавров / Т. В. Теплова. – М. : Юрайт, 2014. – 655 с.
2. **Ковалев, В. В.** Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 432 с.