

Влияние структуры финансирования на стоимость компании

Доводова Айна Иосифовна, магистрант
Финансовый Университет при правительстве РФ (г. Москва)

В статье анализируются подходы к оценке стоимости компании, предложены математические модели, дающие возможность определить оптимальную структуру финансирования, и алгоритм оптимизации структуры капитала компании с целью увеличения ее стоимости.

Ключевые слова: оценка стоимости компании, структура финансирования, оптимальная структура капитала, финансовый рычаг.

The impact of financial structure on the value of the company

Abstract. *The article examines the approaches to company valuation, mathematical models, giving the possibility to determine the optimal financing structure, and algorithm optimization of the capital structure of the company to increase its value.*

Keywords: *the valuation of the company, financing structure, optimum capital structure, financial leverage.*

Введение

В целом, в современных реалиях наблюдается постепенный переход к концепции Value Based Management, то есть собственники своим топ-менеджерам ставят приоритетную задачу в организации работы — обеспечить управление стоимостью компании.

В теории и практике оценки стоимости компании разработаны соответствующие подходы и методы, достаточно подробно представленные в ряде зарубежных и российских публикаций [1-4, 8].

Решением проблемы оценки стоимости компаний в российских реалиях на сегодняшний день занимаются Бусов В.И., Дымшаков А.А., Землянский О.А., Егоров И.А., Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Ибрагимов Р.В., Поляков А.П. и другие авторы [2-4, 11, 12].

Но до сих пор в доступной литературе остается недостаточно проработанным вопрос практического использования методов оценки стоимости компании, которые во многом зависят от условий оценки, определяемых, в свою очередь, особенностями объекта и целями оценки. Поэтому необходимо определить достоинства и недостатки каждого подхода к оценке стоимости компании с тем, чтобы менеджеру было легче ориентироваться при их выборе в зависимости от условий.

Известно, что стоимость компании напрямую зависит от структуры финансирования. В отечественной экономической науке вопросы формирования структуры капитала российских организаций исследовали: В.Б. Акулов, Ю.А. Арутюнов, Л.Е. Басовский, И.А. Бланк, В.В. Бочаров, И.В. Викиданец, Е.О. Миргородская, В.В. Ильин, В.Е. Леонтьев, И.Я. Лукасевич, Л.Н. Павлова, Н.Б. Рудык, Е.Е. Румянцева, Т.В. Теплова, А.В. Фрезе, О.В. Шарикова, и др. [1, 5-7, 9, 10].

Анализ степени разработанности проблемы формирования структуры капитала российских компаний в современных условиях показывает, что многие аспекты данной проблемы недостаточно исследованы. Это относится, например, к вопросам исследования влияния внутренних и внешних факторов, позволяющих сформировать структуру капитала компаний, и, в частности, определения оптимальной структуры финансирования российских организаций.

Таким образом, необходимость усовершенствования теоретических подходов к проблеме функционирования

структуры капитала российских компаний, ее влияния на стоимость бизнеса, выработки методических инструментов для определения особенностей формирования структуры финансирования российских компаний очевидна.

Целью исследования является развитие научно-методических и практических подходов к оценке влияния динамики структуры финансирования на стоимость компании.

Изложение основного материала. Для длительного процветания компании необходимо постоянно стремиться к максимизации ее стоимости. Об этом свидетельствует опыт ведущих компаний западных стран. Вся деятельность компании должна быть подчинена решению этой задачи.

Существует ряд заблуждений о стоимости компании, самыми распространенными из которых являются [2]:

1. Стоимость компании (понятие, относящееся к внутреннему свойству самой компании, создание чего-то полезного для собственника) часто путают с внешним понятием «совокупная стоимость акций», хотя стоимость бизнеса и стоимость акций не одно и то же. Листинг ценных бумаг нужно проводить для привлечения дополнительных средств в бизнес, а для определения стоимости компании есть другие методы.

2. Многие компании рассчитывают свою стоимость только на основании балансовой стоимости, хотя в этом случае определяется стоимость компании при ликвидации на основании остаточной стоимости основных средств. Успешные компании стоят дороже, чем совокупная стоимость основных средств.

В теории и практике оценки стоимости компании разработаны соответствующие подходы, основными из которых являются: затратный или подход на основе активов (asset based approach), доходный (income approach) и рыночный (market approach).

Сущность каждого подхода в общем виде достаточно подробно представлена в современной экономической литературе, посвященной вопросам оценки стоимости предприятия [1-4, 6, 8]. Относительно предпочтительности подходов к оценке бизнеса на данный момент существуют разные точки зрения. Общеизвестно, что предпочтительность подходов к оценке предприятия зависит от целей оценки.

Изучение сущности подходов к оценке стоимости компании позволило установить их достоинства и недостатки, представленные в Таблице 1.

Таблица 1. Достоинства и недостатки подходов к оценке стоимости компании

Подход	Достоинства	Недостатки
1	2	3
Затратный	Основывается на реально существующих активах	Приводит к заниженной стоимости чистых активов. Необходима рыночная переоценка всех основных фондов. Не учитывает стоимость нематериальных ресурсов предприятия. Не учитывает перспектив в деятельности предприятия и, соответственно, будущих результатов деятельности. Необходимость большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности.
Доходный	Учитывает будущие результаты в деятельности предприятия. Учитывает экономическое устаревание предприятия.	Предполагает трудоемкий прогноз Сложность осуществления долгосрочного планирования. Частично носит вероятностный характер.
Рыночный (сравнительный)	Отражает реальную практику покупки предприятий.	Основан на прошлом, нет учета будущих ожиданий. Необходим целый ряд поправок. Необходимо использовать труднодоступные данные. Отсутствие адекватной базы для сравнения с аналогами.

Как показывают данные Таблицы 1, идеальных методов оценки не существует. При этом ни один из приведенных подходов не является взаимоисключающим. Именно этот факт еще раз подтверждает высказанную ранее мысль, что эффективность применения методов оценки предприятия зависит от их соответствия целям оценки и особенностям предприятия, выступающего объектом оценки. Несмотря на периодически разгорающуюся полемику о достоинствах одних и недостатках других, все подходы по существу имеют одну идеологическую основу: новая стоимость создается тогда, когда отдача на предоставленный инвесторами капитал превышает ожидаемую доходность от вложений с аналогичным риском.

Таким образом, в процессе выработки и реализации стратегии компании должны быть взаимосвязаны не только анализ альтернатив и распределение ресурсов, система контроля и оценки результативности, но и принципы стимулирования менеджеров и формирования компенсационного пакета.

Как известно, на стоимость компании напрямую влияет структура ее финансирования [1, 2, 9]

При выборе структуры финансирования необходимо учитывать следующие рекомендации:

1. Финансовый рычаг должен быть тем меньше, чем выше значения разброса показателей прибыли и прибыльности.

2. При любом уровне финансового рычага, если у предприятия существует большая неопределенность с реализацией продукта, то у него вероятность возникновения ситуации с недостатком финансовых средств будет больше по сравнению с предприятием, у которого указанный риск меньше. Поэтому такие предприятия могут привлекать заемные средства в большем объеме, но до тех пор, пока ожидаемые расходы банкротства не перекроют налоговые преимущества привлечения заемных средств.

3. Компании, в структуре активов которых преобладают материальные активы, могут иметь больший финансовый рычаг по сравнению с компаниями, где значительная часть активов представлена в виде патентов, торговой марки, разных прав пользования. Это связано с тем, что

угроза банкротства по-разному влияет на рыночную оценку материальных и нематериальных активов. При угрозе банкротства оценкой материальных активов является их ликвидационная стоимость продажи на рынке (целиком или частями), которая редко падает до нуля.

4. Для предприятий, имеющих льготы по уплате налога на прибыль, целевая структура капитала не выполняет своей роли. Предприятиям, которые платят налог на прибыль, нужно формировать целевую структуру капитала и увеличивать капитал согласно ней. Чем выше налоговая ставка, тем больше выгоды получит предприятие от заемного финансирования (при условии, что вся сумма платежей будет определяться из прибыли налогообложения). Финансовый рычаг нужно увеличивать до тех пор, пока расходы банкротства и расходы на привлечение дополнительного заемного капитала не перекроют налоговые выгоды.

Оптимальной структурой капитала компании называется такое соотношение собственного и заемного капитала, которое обеспечивает максимальную стоимость этой компании.

В настоящее время не разработано единого универсального метода оптимизации структуры капитала, применяя который предприятие определило бы оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом.

Анализ экономической литературы свидетельствует, что большинство авторов выделяют три метода оптимизации структуры капитала [5]:

- оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня прогнозируемой финансовой рентабельности. Этот метод основывается на многовариантных расчетах уровня финансовой рентабельности (рентабельности собственного капитала) при разной структуре капитала (последняя выражается через такой показатель, как эффект финансового рычага);

- оптимизация структуры капитала по критерию минимизации ее стоимости (метод основывается на предыдущей оценке собственного и одолженного капиталов при разных условиях их формирования, обслуживания и осуществления многовариантных расчетов средневзвешенной

стоимости капитала и, таким образом, поиска наиболее реальной рыночной стоимости предприятия);

- оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков (метод связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования разных составляющих активов предприятия: необратимых активов, оборотных активов с разбивкой их на постоянную и переменную части).

Во всех методах оптимизации структуры капитала предприятия можно увидеть определенную дилемму между независимостью и прибыльностью предприятия. Поэтому при оптимизации структуры капитала нужно использовать дифференцированный подход, который бы учитывал действие многих факторов.

Использование имитационных моделей дает возможность приблизительно определить оптимальную структуру капитала компании, но не точно. Поэтому если использовать математический аппарат и представить значение эффекта финансового левериджа, как значение определенной функции $F(x)$, а отношение заемного капитала к собственному определить как значение X , то можно построить математическую функцию, которая даст возможность точно определить оптимальное соотношение между заемным и собственным капиталом. Она будет иметь следующий вид:

$$F(x) = (1-T)(K_{вpa} - CT_3) \cdot x \rightarrow \max \quad (1)$$

где T – ставка налога на прибыль;

$K_{вpa}$ – коэффициент валовой рентабельности активов;

CT_3 – ставка процента за кредит, который платится предприятием за использование заемного капитала.

Если найти такое значение X , при котором значение функции $F(x)$ будет максимальным, то есть найти экстремум функции, то соответствующее соотношение между заемным и собственным капиталом, которое мы выразили через X , будет определять оптимальную структуру капитала предприятия, при которой максимизируется рентабельность собственного капитала.

Еще одним критерием, с помощью которого определяют оптимальную структуру капитала, является минимизация его средневзвешенной стоимости.

Довольно основательные исследования в области оценки средневзвешенной стоимости капитала проведены А.В. Фрезе [8]. Так, для определения средневзвешенной стоимости капитала предлагается использовать формулу:

$$WACC = CT_{ск} \frac{E}{V} + (1-T)CT_{зк} \frac{D}{V}, \quad (2)$$

где $CT_{ск}$ – ожидаемая ставка стоимости собственного капитала;

E – сумма собственного капитала предприятия;

V – сумма капитала предприятия;

T – ставка налога на прибыль;

$CT_{зк}$ – ожидаемая ставка стоимости заемного капитала;

D – сумма заемного капитала предприятия.

Ожидаемая ставка стоимости заемного капитала определяется на основе анализа финансовых отношений предприятия с него кредиторами и включает в себя все расходы, связанные с привлечением заемного капитала.

Эта ставка может отвечать кредитной ставке, за которой предприятие привлекает кредиты.

Проблематическим являются расчеты ожидаемой ставки стоимости собственного капитала, при этом исследователем выделяются такие основные методы ее расчетов: модель оценки доходности капитальных активов (САРМ); субъективная оценка; использование показателя, обратного к отношению рыночного курса к чистой прибыли на одну акцию; модель прироста дивидендов.

На основе указанной методики составляются имитационные модели, которые характеризуют разные соотношения собственного и заемного капитала. Для каждой из моделей определяют средневзвешенную стоимость капитала. Та модель, для которой средневзвешенная стоимость капитала является наименьшей, и определяет оптимальное соотношение собственного и заемного капитала. Однако использование имитационных моделей не дает точного результата. Поэтому предлагается выразить средневзвешенную стоимость капитала, как значение функции $G(y)$, в которой y – удельный вес собственного капитала, то есть:

$$y = \frac{E}{V}, \quad (3)$$

Поскольку суммы удельных весов собственного и заемного капитала равняются 1, то удельный вес заемного капитала можно выразить как:

$$\frac{D}{V} = 1 - y, \quad (4)$$

После соответствующих подстановок мы получим функцию:

$$G(y) = y \cdot CT_{ск} + (1-y) \cdot CT_{зк} \rightarrow \min \quad (5)$$

Для этой функции определяют экстремумы, то есть минимальное и максимальное значения. Значение Y , при котором функция будет приобретать свое наименьшее значение, будет показателем оптимальной структуры капитала предприятия.

Таким образом, предлагаются две математические модели, дающие возможность определить оптимальную структуру капитала. Эти модели представлены в виде математических функций. Для того чтобы найти оптимальную структуру капитала используя эти модели, необходимо найти экстремумы указанных функций, то есть их минимальные и максимальные значения, которые и будут отвечать оптимальному соотношению собственного и заемного капитала.

Также предлагается следующий алгоритм оптимизации структуры финансирования российских предприятий:

1. Проанализировать состав капитала в динамике за периоды (кварталы, года) и тенденции изменения его структуры, а также влияние, которое они осуществляют на финансовую стойкость и эффективность использования капитала.

2. Оценить влияние основных факторов, которые определяют структуру капитала: отраслевые особенности операционной деятельности, стадия жизненного цикла организации, конъюнктура товарного рынка, конъюнктура финансового рынка, уровень рентабельности операционной деятельности, налоговое давление на компанию, степень концентрации акционерного капитала.

3. Провести оптимизацию структуры капитала по выбранным критериям (максимизации уровня финансо-

вой, рентабельности минимизации уровня финансовых рисков его стоимости).

4. Реализовать оптимизацию структуры капитала по выбранным критериям. Выбор методов финансирования активов должен учитывать рентабельность компании, ее кредитный рейтинг, ликвидность и платежеспособность. Чем более сильная позиция организации по этим показателям, тем более рискованный метод финансирования она избирает.

5. Определить финансовую стратегию компании путем формирования соответствующего показателя целевой структуры капитала. Построение финансовой стратегии должно основываться на определении основных целей на будущее и задач относительно достижения запланированных показателей. Согласно этому будет осуществляться дальнейшее формирование целевой структуры капитала организации привлечением финансовых средств из соответствующих источников.

Выводы

Структура финансирования является необходимым условием для снижения расходов производства, повышения отдачи от инвестиций, а также ускорения оборота капитала, который, в конце концов, ведет к повышению доходов предприятия, а, следовательно, и стоимости.

В работе проанализированы подходы к оценке стоимости компании, определены их достоинства и недостатки.

Проводить анализ структуры капитала с точки зрения роста стоимости компании достаточно сложно. На практике часто возникает потребность точного определения оптимальной структуры финансирования, которая отвечает максимизации стоимости данной компании. Предлагается использовать две математические модели, дающие возможность определить оптимальную структуру капитала. Эти модели представлены в виде математических функций. Для того чтобы найти оптимальную структуру финансирования используя эти модели, необходимо найти экстремумы указанных функций, то есть их минимальные и максимальные значения, которые и будут отвечать оптимальному соотношению собственного и заемного капитала.

Использование показанного в работе алгоритма, состоящего из последовательного выполнения 5 этапов, даст возможность усовершенствовать методику оптимизации структуры финансирования российских компаний.

Практическое значение проведенного исследования заключается в том, что основные положения, изложенные в статье, могут быть применены менеджерами предприятий при определении оптимального соотношения собственного и заемного капитала для повышения ее стоимости.

Литература:

1. Бланк И.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк - К.: Ника- Центр, Эльга, 2002. – 512 с.
2. Бусов В.И., Землянский О.А., Поляков А.П. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) // под общ. ред. В.И. Бусова – М.: Юрайт. 2013. – 432с.
3. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Уч. пособие. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
4. Есипов В. Е., Терехова В. В., Маховикова Г. А. Оценка бизнеса. - СПб: Питер, 2003. - 648 с.
5. Лабскер Л. Г. Теория критериев оптимальности и экономические решения: монография / Л. Г. Лабскер. – М. : КНОРУС, 2008. – 744 с.
6. Миргородская Е.О. Глобальный финансовый капитал : монография /Е.О. Миргородская. – М.: МагистрЪ, 2007. – 287 с.
7. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов / Т.В. Теплова. - М., 2001. – 504с.
8. Фрезе А.В. Управление стоимостью предприятия. Сущность и содержание. /А.В.Фрезе. – М.: LAP LAMBERT Academic Publishing, 2011. – 248 с.
9. Шарикова О.В. Динамическое моделирование факторов структуры капитала российских организаций [текст] / О.В. Шарикова // Анализ и аудит. – 2011. - № 3. С. 193-199.
10. Викиданец И.В. Методы оптимизации структуры капитала предприятия [Электронный ресурс] // Режим доступа: www.nbu.gov.ua/portal/natural/Vetp/2010_29/10louco.pdf
11. Дымшаков А.А. Управляя - оценивай. Стоимость бизнеса как основа для принятия управленческих решений. [Электронный ресурс] // Режим доступа: - http://www.cf.in.ru/iinanalysis/value/value_for_vbm.shtml
12. Ибрагимов Р.В. Управление по стоимости как система менеджмента. [Электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.cf.in.ru/management/finance/valman/vbm_as_system.shtml