

УДК 338.1

РАЗВИТИЕ ТЕОРИИ ФОРМИРОВАНИЯ РАЦИОНАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ

Г.Л. Толкаченко, Н.Е. Царёва

Тверской государственной университет, Тверь

Цель статьи – рассмотрение понятия, состава и структуры капитала организации в современных условиях для разработки механизма формирования его рациональной структуры. Актуальность данного исследования определяется тем, что компания устойчива и конкурентоспособна при наличии двух факторов: обеспеченность достаточным размером капитала и необходимость наличия надежных рынков сбыта продукции, производимой данной компанией. Только тогда организация имеет перспективу на дальнейшее развитие и укрепление позиций на конкурентном рынке. Анализ и оценка формирования структуры капитала организации имеют весьма важное значение, так как определяют требования к ее активам со стороны учредителей, акционеров, владельцев капитала. А эти требования отражаются на принимаемых управленческих решениях и при этом часто могут ограничивать развитие компании. Элемент научной новизны заключается в разработке нового научно-теоретического подхода к формированию рациональной структуры капитала организации в современных условиях хозяйствования.

Ключевые слова: капитал организации, рациональная структура капитала, стоимость капитала, собственный капитал, заемный капитал, эффект финансового рычага, дифференциал финансового рычага, плечо финансового рычага.

В современных условиях рыночной экономики действует непреложный и неоспоримый закон выживания компании на рынке. Он говорит о том, что организация устойчива и конкурентоспособна при наличии двух основных условий:

- во-первых, она должна быть обеспечена достаточным размером капитала;
- во-вторых, необходимо наличие надежных рынков сбыта продукции, производимой данной компанией.



Р и с . 1. Условия устойчивости организации на рынке

Только тогда организация имеет перспективы на дальнейшее развитие и укрепление позиций на конкурентном рынке.

Оба названных условия являются весьма важными и существенными и тесно взаимосвязаны между собой. Однако, несомненно, что достаточный размер капитала определяет финансовую устойчивость компании. При этом обязательно

следует помнить, что размер капитала представляет собой понятие весьма многогранное и подразумевает не только объем, но и его структуру.

Структура капитала – это один из важнейших показателей оценки финансового состояния компании, характеризующий соотношение суммы собственного и заемного капитала.

Собственный капитал организации состоит из уставного, добавочного, резервного капитала, нераспределенной прибыли и специальных фондов. Заемный капитал организации включает средства от эмиссии облигаций и банковский кредит [3].

Оптимальным принято считать, если источником формирования внеоборотных активов являются собственные средства, оборотные — на $\frac{1}{4}$ формируются за счет долгосрочных займов, на $\frac{3}{4}$ — за счет краткосрочных заемных средств. Следовательно, идеальным считается, когда собственный капитал финансирует все внеоборотные и часть оборотных активов [3].

Планирование же структуры капитала хозяйствующего субъекта необходимо для достижения его финансовой устойчивости в условиях неопределенности, инфляции. Однако, сегодня оно не сводится только к определению относительной величины денежных выплат, которые должны выплачиваться владельцам финансовых ресурсов. Эта структура характеризует тот уровень доходности капитала, который должно обеспечивать предприятие, чтобы не уменьшать свою рыночную стоимость [1].

Привлечение предприятием заемных средств должно сопровождаться повышением ожидаемой доходности его собственного капитала, а не только вызывать увеличение уровня финансового риска. Стоимость собственных средств больше стоимости заемных средств, поскольку относительные расходы по поддержанию последних чаще всего фиксированы и выплачиваются в первоочередном порядке по сравнению с дивидендами. Приоритет конкретных критериев оптимизации структуры капитала хозяйствующего субъекта его руководство определяет самостоятельно [1].

Рациональная же структура денежных средств организации подразумевает такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором гарантируется эффективная пропорциональность между коэффициентами рентабельности и коэффициентом экономической устойчивости фирмы, т. е. максимизируется её рыночная цена.

Теоретические концепции структуры капитала в настоящее время предлагают широкий методический инструментарий, позволяющий выбрать такое стратегическое направление становления и развития фирмы, которое обеспечивает возрастание ее рыночной цены, а также заданную степень доходности и риска и минимизацию средневзвешенной цены капитала.

В настоящее время мировая экономика делает попытку предложить конкретные цифровые значения структуры капитала. Так, например, для американской компании считается рациональным соотношение заемных и собственных средств 40:60, то есть плечо финансового рычага должно составлять примерно 0,67. Российская практика предлагает считать рациональной такую структуру капитала, при которой доля заемных и собственных средств равны, и плечо финансового рычага равно единице (т. е. 50:50). При этом, в японской экономике считается, что доля заемных средств не должно превышать трети общего объема капитала (то есть 30:70).

На взгляд авторов, каждый из названных подходов может считаться рациональным и обоснованным, но в первую очередь необходимо учитывать

конкретные условия функционирования организации на определенном моменте своего жизненного цикла. Всегда нужно помнить, что компания – это живой организм, и понятие полезности для нее зависит от целого ряда условий и может кардинально меняться во времени.

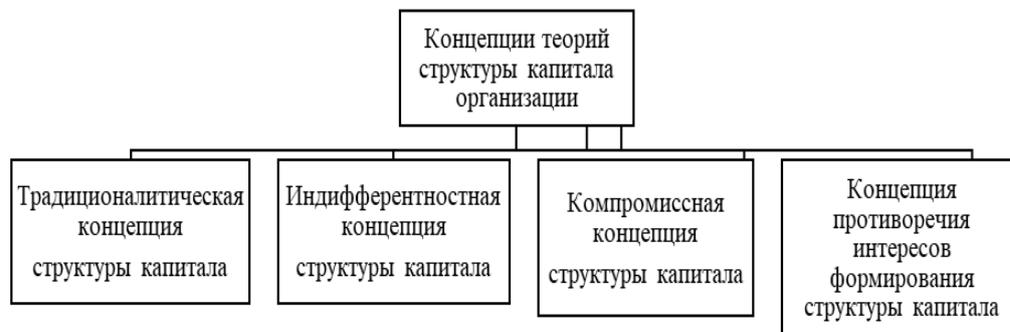
Понятие «Рациональная структура капитала» имеет свою специфику:

- во-первых, она является рациональной только при определенных условиях, изменение которых нарушает эту рациональность;
- во-вторых, соотношение заемных и собственных средств не может быть неизменным, так как меняются условия финансирования;
- в-третьих, определенное соотношение заемных и собственных средств возможно достичь различным набором инструментов.

В современной экономической литературе в последние годы предпринимаются активные попытки разработать критерии рационализации структуры капитала: это такие известные экономисты как И.А.Бланк, Е.С.Стоянова, В.О. Федорович и другие.

В генезисе теорий структуры капитала, которые формируются с начала XX в., выделяют четыре этапа, в основе которых лежат следующие концепции (рис. 2):

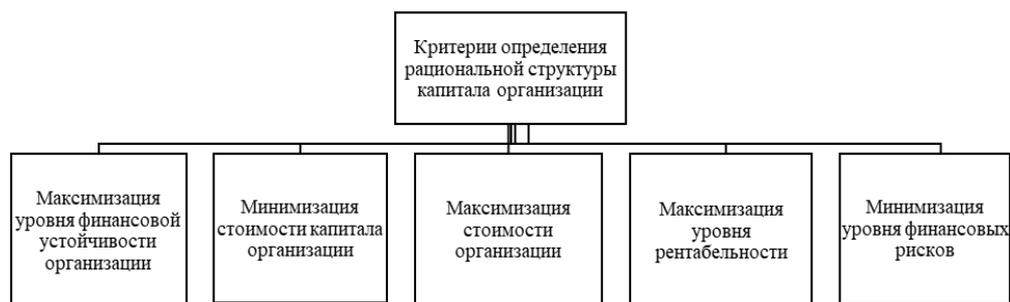
- 1) традиционалистическая концепция структуры капитала;
- 2) индифферентная концепция структуры капитала;
- 3) компромиссная концепция структуры капитала;
- 4) концепция противоречия интересов формирования структуры капитала.



Р и с . 2. Концепции теорий структуры капитала организации

В основе этих концепций лежат весьма противоречивые подходы к оптимизации структуры капитала.

На взгляд авторов, основные критерии, оказывающие влияние на выбор рациональной структуры капитала организации, можно объединить в пять групп (рис. 3).



Р и с . 3 . Основные критерии, оказывающие влияние на выбор рациональной структуры капитала организации

Максимум уровня финансовой устойчивости как критерий рационализации структуры капитала предполагает дифференцированный подбор источников финансирования отдельных частей активов компании: внеоборотные активы, постоянная часть оборотных активов, переменная часть оборотных активов. При этом разумной структурой капитала станет при максимальной степени финансовой устойчивости компании при требуемом количестве источников финансирования тех или иных активов.

Для этого подхода требуется расчет показателя рентабельности собственного капитала (ROE). Данный показатель демонстрирует увеличение дохода владельцев из расчета на единицу вложенных ими средств и вычисляется по формуле [4, с. 297]:

$$ROE = \frac{Пч}{СК} \quad (1)$$

где $Пч$ – чистая прибыль предприятия;

$СК$ – собственные средства предприятия.

Более результативная деятельность организации складывается из используемого в операционном цикле соотношения собственных и заёмных средств, при котором происходит максимизация чистой прибыли в конкретных условиях.

Следующий критерий – минимизация стоимости капитала. Он заключается в выборе разумного соотношения между источниками финансирования компании и, как результат, минимизации средневзвешенной цены капитала. Основой расчета стоимости капитала выступает то, что все ресурсы, привлекаемые для финансирования деятельности компании, платны. Платность заключается в расходах, которые несет компания для привлечения финансовых ресурсов из разных источников. Подобное терминологическое положение дает возможность использовать дальнейший метод расчета цены капитала согласно формуле среднеарифметической взвешенной [4, с. 297]:

$$WACC = \sum_i^n k_i \cdot d_i \quad (2)$$

где k_i – цена i -го источника финансирования, %;

d_i – удельный вес i -го источника в структуре капитала.

Следовательно, критерием рационализации служит следующее выражение:

$$WACC \rightarrow \min. \quad (3)$$

Критерий максимизации стоимости компании базируется на теории взаимосвязи структуры капитала и теории стоимости компании. Рациональная структура капитала в данном подходе та, где минимизируется средневзвешенная стоимость капитала и максимизируется рыночная стоимость компании.

Отличие от предыдущего критерия заключается в выборе способа оценки стоимости фирмы, в связи с тем, что учитывается и влияние других факторов.

Для расчёта рыночной цены фирмы (S) используется следующая формула [4, с. 297]:

$$S = \frac{\Pi}{WACC} \quad (4)$$

где Π – прибыль предприятия за определенный период;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала.

При максимуме стоимости организации может быть использован показатель экономической добавленной стоимости (EVA), который является критерием эффективности деятельности компании и зависит от будущей прибыли

компании и стоимости привлекаемого капитала и рассчитывается по формуле [там же, с. 297]:

$$EVA = NOPAT - WACC * (TA - NP) \quad (5)$$

где $NOPAT$ – чистая прибыль, полученная после уплаты налога на прибыль (20 %) и за вычетом суммы процентов, уплаченных за пользование заемным капиталом;

TA – совокупные активы (по балансу);

NP – беспроцентные текущие обязательства.

С помощью показателя EVA исключается из расчета кредиторская задолженность, являющаяся бесплатным источником финансирования деятельности. Рост в структуре пассивов компании кредиторской задолженности для снижения средневзвешенной цены капитала имеет возможность стать предпосылкой понижения устойчивости организации.

Критерием рационализации в рамках предоставленного подхода являются следующие выражения [там же, с. 297]:

$$S \rightarrow \max \text{ или } EVA \rightarrow \max \quad (6)$$

Условие максимума уровня рентабельности основан на применении эффекта финансового рычага, который заключается в повышении уровня рентабельности $СК$ при увеличении доли $ЗК$ в структуре источников финансирования компании.

Рациональная структура капитала в данном критерии основана на предельной доле заемного капитала, которая сможет дать максимальный уровень финансового рычага. Эффект финансового рычага ($\mathcal{ЭФР}$) рассчитывается по формуле [4, с. 298]:

$$\mathcal{ЭФР} = (1 - CT_{\text{НП}}) * (ROA - WACC) * \frac{ЗК}{СК}, \quad (7)$$

где $CT_{\text{НП}}$ – ставка налога на прибыль, в виде десятичной дроби;

$ЗК$ – заемные средства;

$СК$ – собственные средства.

Увеличение доли заемных средств в структуре капитала приводит к усилению воздействия на рентабельность собственных средств компании. Аспектом разумной структуры денежных средств в рамках данного подхода считается представление [там же, с. 298]:

$$\mathcal{ЭФР} \rightarrow \max \quad (8)$$

т. е. доля заемного капитала обязана быть наибольшей, в случае если рентабельность собственных средств больше, чем средневзвешенная стоимость капитала [там же, с. 298]:

$$(ROE > WACC). \quad (9)$$

Условие минимума степени финансовых рисков заключается в выборе источников финансирования компании в зависимости от факторов риска их использования. Разумной структура капитала становится в зависимости от отношения собственников и (или) менеджеров к допустимому уровню финансовых рисков по привлечению того или иного источника финансирования.

Безусловно, все пять названных критерием являются весьма важными при формировании структуры капитала организации. Однако, необходимо иметь в виду, что основой привлечения заемных средств является максимизация доходности собственных средств.

В современных условиях можно выделить 4 методических подхода к формированию рациональной структуры капитала на основе критерия максимизации рентабельности собственного капитала (табл. 1–4):

Т а б л и ц а 1

Методический подход к формированию рациональной структуры капитала на основе критерия максимизации рентабельности собственного капитала

Оценка финансового левериджа	<p>Сущность подхода: рентабельность собственного капитала максимизируется путем определения взаимосвязи между чистой прибылью компании и величиной ее валовой прибыли, а также существования эффекта финансового левериджа, который наблюдается в результате привлечения заемного капитала.</p> <p>ЭФР показывает возможное приращение рентабельности собственных средств, получаемое при условии, что экономическая рентабельность активов фирмы больше ставки процента по кредиту:</p> $\text{ЭФР} = (1 - C_{\text{нп}}) * (ROA - Пзк) * \frac{ЗК}{СК}, \quad (10)$ <p>где $C_{\text{нп}}$ – ставка налога на прибыль, %; $ЗК$ – заемные средства; $СК$ – собственные средства; ROA – экономическая рентабельность совокупного капитала; $Пзк$ – размер процентов за кредит, уплачиваемых за пользование заемными средствами.</p>
------------------------------	--

Т а б л и ц а 2

Методический подход к формированию рациональной структуры капитала на основе критерия максимизации рентабельности собственного капитала

Оценка производственно-финансового левериджа	<p>Оптимизации структуры капитала путем выявления и оценки взаимосвязи между показателями валовой прибыли, расходов производственного и финансового характера и чистой прибыли:</p> $DTL = \frac{Q * [(P - VC) - FC]}{Q * [(P - VC) - FC] - I} \quad (11)$ <p>где DTL – уровень производственно-финансового левериджа; Q – объем реализации; P – цена единицы продукции; VC – величина переменных затрат на единицу продукции; FC – величина постоянных затрат на единицу продукции; I – сумма выплачиваемых процентов по заемным средствам.</p>
--	---

Т а б л и ц а 3

Методический подход к формированию рациональной структуры капитала на основе критерия максимизации рентабельности собственного капитала

EBIT–EPS подход	<p>Выявления такого соотношения источников финансирования деятельности компании, которое позволяет максимизировать показатель «чистой прибыли на акцию» по сравнению с ожидаемым уровнем валовой прибыли:</p> $EPS = \frac{(1 - C_{\text{нп}}) * (EBIT - C_{\text{п}}) - D_{\text{пр}}}{K_{\text{а}}} \quad (12)$ <p>где EPS – размер прибыли на одну обыкновенную акцию; $C_{\text{нп}}$ – ставка налога на прибыль; $EBIT$ – прибыль до вычета процентов по заемному капиталу и уплаты налогов; $C_{\text{п}}$ – процентные платежи; $D_{\text{пр}}$ – дивиденды по привилегированным акциям; $K_{\text{а}}$ – количество обыкновенных акций в обращении.</p>
-----------------	---

Т а б л и ц а 4

Методический подход к формированию рациональной структуры капитала на основе критерия максимизации рентабельности собственного капитала

Метод «Дюпона»	<p>Разложение рентабельности собственного капитала на факторы, влияющие на изменение ее величины, и анализ соотношений, образующих коэффициент ROE:</p> $ROE = RП \cdot Оа \cdot КФЛ, \quad (13)$ <p>где <i>RП</i>– рентабельность продаж (отношение чистой прибыли к выручке от реализации продукции); <i>Оа</i>– оборачиваемость активов (отношение выручки от реализации продукции к совокупным активам); <i>КФЛ</i>– коэффициент финансового левериджа (отношение величины совокупных активов к значению величины собственного капитала).</p>
----------------	---

Несомненно, что все предложенные походы заслуживают внимание и чем больше критериев и подходов будет задействовано при формировании структуры капитала организации, тем более обоснованным и верным будет принятое решение.

В процессе исследования нами было обследовано более 40 компаний различных отраслей (строительство, торговля, сельское хозяйство, производство) и форм собственности (ИП, ООО, АО) в г. Твери и Тверской области за период 2016–2018 гг.

В итоге авторы пришли к весьма неутешительному выводу: решение о заимствовании дополнительных средств для финансирования директорами и руководством компаний принимается, чаще всего, спонтанно и ситуативно. При этом аргументом выступает то, что нет времени на расчеты и обоснования. Для многих работников бухгалтерии, финансовых служб и менеджеров более важным является скорейшее привлечение ресурсов, так как управляющему важно отчитаться перед собственником о том, что бизнес работает и, причем, работает успешно. Это зачастую приводит к тому, что привлекаемые заемные средства серьезно снижают доходность собственных средств организации.

Поэтому, на взгляд авторов, сегодня на практике имеет смысл максимально упростить расчеты по формированию рациональной структуры капитала компании и унифицировать его.

Для этого авторы предлагают исходить из расчета показателя дифференциации финансового рычага [4, с. 298]:

$$ДФР = ЭР - СРСП, \quad (14)$$

где *ДФР* – дифференциал финансового рычага;

ЭР – экономическая рентабельность компании;

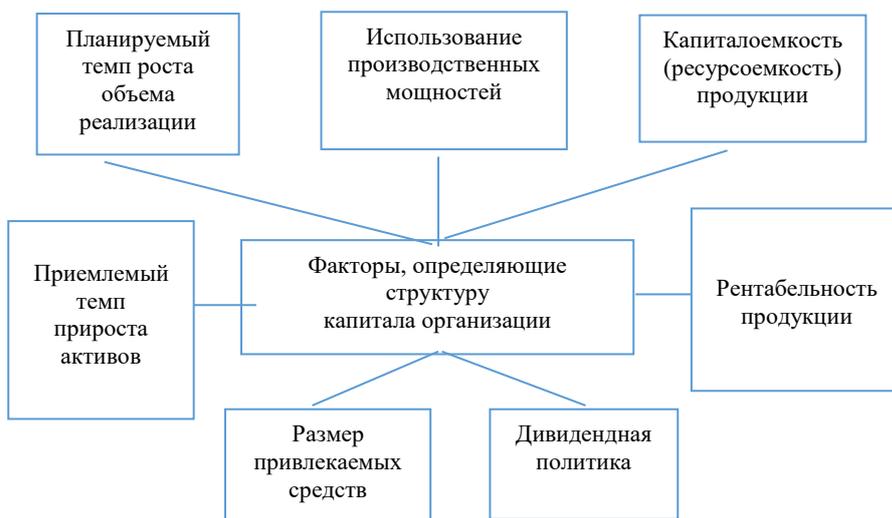
СРСП – средняя расчетная ставка банковского процента.

$$СРСП = \frac{\text{Сумма выплачиваемых процентов, руб.}}{\text{Сумма заемных средств, руб.}} * 100\% \quad (15)$$

Расчет данного показателя более чем прост и не требует значительных затрат времени и большого массива информации. При этом, для руководителей и собственников организации совершенно очевидным является то, что отрицательное значение данного показателя останавливает привлечение заемных средств, так как резко снижает чистую рентабельность собственных средств и чистую прибыль на акцию.

Далее целесообразно будет привести факторы, определяющие структуру капитала организации (рис. 4):

- планируемый темп роста объема реализации;
- использование производственных мощностей;
- капиталоемкость (ресурсоемкость) продукции;
- рентабельность продукции;
- дивидендная политика;
- приемлемый темп прироста активов;
- размер привлекаемых средств и др.



Р и с . 4. Факторы, определяющие структуру капитала организации

Авторы предлагают использовать данный показатель как основной при формировании структуры капитала компании. Причем, показатель экономической рентабельности мы предлагаем использовать не точно, то есть на конкретную дату, а в динамике. При этом, чем больше выборка данных, тем более точным будет результат. И, если, например, мы не сможем привлечь данные за 7–10 лет, то можно просчитать, например, ежемесячные значения рентабельности и выявить необходимые тенденции.

Безусловно, формирование рациональной структуры капитала организации является весьма сложным и многогранным, но на наш взгляд, такое упрощение первого этапа позволит начать более вдумчивое обоснование дальнейших действий и учет других многочисленных факторов, индивидуальных для каждой компании и конкретного периода времени.

Таким образом, это можно представить следующей схемой:

$$\frac{ЭР > СРСП}{ЭР < СРСП} \quad \begin{matrix} ЗС \\ СС \end{matrix} \quad \begin{matrix} \Rightarrow \\ \Rightarrow \end{matrix} \quad \begin{matrix} (16) \\ (17) \end{matrix}$$

Итак, анализ структуры капитала компании весьма важен, так как обозначает требования к ее активам со стороны учредителей, акционеров, владельцев капитала и других заинтересованных субъектов хозяйствования. Эти требования накладывают отпечаток на принимаемые управленческие решения, при этом часто могут ограничивать развитие самой организации. Поэтому задача определения рациональной структуры капитала как соотношение постоянно используемых источников финансирования деятельности компании,

обеспечивающих максимизацию ее справедливой рыночной стоимости, имеет важнейшее значение в управлении финансами компании [3].

На этом вопросы, связанные с рациональной структурой капитала компании, не заканчиваются. Получив предпочтительную комбинацию источников финансирования, организация сталкивается с новыми задачами, требующими решения. Следующий этап анализа будет состоять в выборе наилучшего способа корректировки фактической структуры капитала в соответствии с заданными целевыми ориентирами оптимальной структуры на основе оценки доступных рыночных инструментов. Углубленное изучение факторов, определяющих финансовые решения современных российских компаний, могло бы улучшить понимание существующих проблем, обеспечить поиск лучших способов их решения и в рамках существующих теоретических положений послужить фундаментальной базой для планирования структуры капитала отечественных компаний [3].

Список литературы

1. Барчуков А.В., Гузенко К.Ю. Планирование структуры капитала для достижения финансовой устойчивости предприятия в условиях инфляции // Финансовый менеджмент. 2010. №1.
2. Бланк И.А. Управление формированием капитала. М.: Омега-Л, Ника-Центр, Эльга, 2016. 510 с.
3. Богданова Д.М. Структура капитала корпорации и ее влияние на финансовую политику // Молодой ученый. 2018. №35. С. 2627. – URL <https://moluch.ru/archive/221/52523/> (дата обращения: 06.11.2019).
4. Финансовый менеджмент: учебное пособие / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоев, А.И. Барабанов, Л.И. Григорьева, О.В. Долгова, Л.А. Рыжкова. – 6-е изд., стер. М.: КНОРУС, 2013. 432 с.

DEVELOPMENT OF THEORY OF CAPITAL RATIONAL STRUCTURE FORMATION

G.L. Tolkachenko, N.E. Tsaryova

Tver State University, Tver

The purpose of the article is to study the concept, composition and structure of capital by organizing modern conditions of the market economy in order to develop a mechanism for forming its rational structure. The relevance of this study is determined by the fact that the company is stable and competitive due to two factors: the availability of sufficient capital and the need for reliable markets for the products produced by the company. Only then does the organization have the prospect of further development and strengthening its position in the competitive market. Analysis and evaluation of the capital structure formation of is very important, as it determines the requirements to its assets by the founders, shareholders, owners of the capital. And these requirements naturally affect management decisions and can often limit the development of the company. The element of scientific novelty is the development of a new scientific and theoretical approach to the formation of a rational structure of the capital in modern economic conditions.

Keywords: *capital of the organization, rational structure of capital, cost of capital, equity, borrowed capital, effect of financial leverage, differential of financial leverage, arm of financial leverage.*

Об авторах:

ТОЛКАЧЕНКО Галина Львовна – заведующая кафедрой финансов, кандидат экономических наук, профессор, Тверской государственный университет (170000, г. Тверь, ул. Желябова, д. 33), e-mail: Tolkachenko.GL@tversu.ru

ЦАРЁВА Наталья Евгеньевна – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, Тверской государственный университет (170000, г. Тверь, ул. Желябова, д. 33), e-mail: [Tsareva.NE@tversu.ru](mailto:Tzareva.NE@tversu.ru)

About the authors:

TOLKACHENKO Galina L'vovna – Head of the Department of Finance, Candidate of Economic Sciences, Professor, Tver State University (33, Zhelaybova St., Tver, 170000), e-mail: Tolkachenko.GL@tversu.ru

TSARJOVA Natal'ja Evgen'evna – Philosophy Doctor in Economics, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Department of Finance, Tver State University (33, Zhelaybova St., Tver, 170000), e-mail: Tsareva.NE@tversu.ru

References

1. Barchukov A.V., Guzenko K.Ju. Planirovanie struktury kapitala dlja dostizhenija finansovoj ustojchivosti predpriyatija v usloviyah infljicii // Finansovyj menedzhment. – 2010. №1.
2. Blank I.A. Upravlenie formirovaniem kapitala. M.: Omega-L, Nika-Centr, Jel'ga, 2016. 510 s.
3. Bogdanova D.M. Struktura kapitala korporacii ee vlijanie na finansovuju politiku // Molodojuchenyj. 2018. №35. S. 26–27. — URL [^] <https://moluch.ru/archive/221/52523/> (data obrashhenija: 06.11.2019).
4. Finansovyj menedzhment: uchebnoe posobie / A.N. Gavrilova, E.F. Sysoev, A.I. Barabanov, L.I. Grigor'eva, O.V. Dolgova, L.A. Ryzhkova. – 6-e izd., ster. – M.: KNORUS, 2013. 432 s.