

ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Муравская Е.С.

*Муравская Екатерина Сергеевна - магистр,
программа: корпоративные финансы: трансформации и технологии,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

Аннотация: максимизация стоимости компании является одной из основных стратегических целей менеджмента сегодня. В статье исследуется влияние структуры капитала на стоимость компании через ряд финансовых показателей. Также раскрыты различные подходы к возможности нахождения оптимального соотношения собственных и заемных средств.

Ключевые слова: структура капитала, соотношение собственного и заемного капитала, средневзвешенная цена капитала, финансовый рычаг.

Концепция управления, направленная на максимизацию стоимости компании, приобретает в нашей стране все большую актуальность. Сутью подхода Value-Based Management (VBM) является системное выстраивание оценки результатов деятельности на основе стоимости, которое, в свою очередь, лежит в основе принятия управленческих решений. Максимизация стоимости компании, в данном случае, выбирается в качестве генеральной корпоративной цели, на достижение которой направляются основные усилия высшего менеджмента.

В логике подхода VBM для акционеров необходимо корректно оценить отдачу от капитала, инвестированного в компанию, в то время как ключевой задачей топ-менеджмента является увеличение контрольных метрик для привлечения большего количества средств, увеличения стоимости акций компании в целом. На сегодняшний день экономистами выделен ряд показателей, отражающих затраты на собственный и заемный капитал и доходы, генерируемые существующими активами, а также оказывающих влияние на создание стоимости компании:

- EVA (Economic Value Added)
- MVA (Market Value Added)
- SVA (Shareholder Value Added)
- CVA (Cash Value Added)
- CFROI (Cash Flow Return On Investment)

Конкретный показатель может быть выбран исходя из сферы деятельности компании, а также специфики организации бизнес-процессов и источников финансирования. При расчете коэффициентов в качестве ставки дисконтирования денежных потоков используют средневзвешенную цену капитала (WACC), таким образом, изменение цены капитала будет иметь непосредственное значение на стоимость компании в целом.

Существует множество различных определений понятия структуры капитала. Так Ван Хорн определяет данное понятие следующим образом: «Структура капитала - соотношение или структура ценных бумаг, используемых фирмой для финансирования»[4]. Согласно Бригхэму и Эрхардту, структура капитала представляет собой долю долгового финансирования фирмы [5]. Однако более распространенной практикой является определение структуры капитала через финансовый рычаг, то есть соотношение собственных и заемных средств компании.

Влияние структуры капитала на стоимость компании может быть определена через рассмотрение формулы, включающей денежные потоки. Рыночная стоимость компании (V) равна чистой текущей стоимости, полученной в результате дисконтирования суммы чистых денежных потоков по приемлемой ставке доходности:

$$V = \sum_{t=1}^n D_t / (1 + r)^t, \quad (1)$$

Где V – стоимость компании;

D – годовые чистые денежные потоки;

r – ставка доходности; t – количество лет.

В данной формуле под D может пониматься чистая прибыль предприятия после уплаты налогов, но до уплаты процентов EBIT(1 – T).

В качестве приемлемой ставки доходности используется показатель средневзвешенной стоимости капитала (WACC), значение которого напрямую зависит от структуры капитала компании. Это связано с тем, что предприятие ежегодно получает одинаковый уровень доходов, используемый для покрытия расходов по обслуживанию источников формирования капитала, к которым относятся выплаты дивидендов акционерам и процентов кредиторам.

Если предположить распределение всего объема чистой прибыли между акционерами, расходы предприятия по обслуживанию источников формирования капитала будут равны величине WACC.

Средневзвешенная стоимость капитала определяется по следующей формуле:

$$WACC = \left(\frac{E}{E+D} \right) * C_E + \frac{D}{(E+D)} * C_d(1 - T) \quad (2)$$

где D – сумма заемного капитала компании,
 E – сумма собственного капитала компании,
 C_d – рыночная стоимость заемного капитала, %
 C_E – рыночная стоимость собственного капитала, %
 T – ставка налога на прибыль.

Зачастую рыночная ставка процента по используемому компанией заемному капиталу превышает стоимость собственного капитала компании. Однако, рассчитывая показатель WACC, дополнительным множителем выступает налоговый щит $(1 - T)$, так как сумма процентов по кредитам, которые выплачивает компания, исключается из расчетной базы по налогу на прибыль. Очевидно, что для каждой компании условия предоставления как собственного, так и заемного капитала уникальны, поэтому для формирования оптимальной структуры капитала и минимизации WACC, необходимо разобраться с алгоритмом расчета стоимости составляющих.

В экономической литературе влияние структуры капитала на стоимость компаний может быть рассчитана не только через WACC, но и при помощи оценки влияния на финансовый рычаг. Финансовый рычаг, так же называемый многими экономистами финансовым леввериджем или кредитным плечом – это отношение заемного капитала к собственным средствам. В компаниях с высокой долей заемного капитала в сумме долгосрочных источников велика финансовый риск выше, пропорционально значению финансового рычага. С другой стороны, необходимо принимать во внимание сферу деятельности компании, к примеру, среднее значение для рассматриваемого показателя в добывающей отрасли значительно ниже, чем в сфере розничной торговли, оперирующей в значительной степени заемными средствами. Также множество работ посвящено исследованию зависимости между структурой капитала и формой собственности компании (государственная или частная, состав и структура акционеров).

Для того чтобы оценить выгоды от использования финансового рычага, а также также риски, которые с ним связаны, на сегодняшний день существуют два основных подхода: американский и европейский.

В американском подходе под эффектом финансового рычага понимают изменение денежного потока в процентах, получаемого владельцем собственного капитала при изменении общей отдачи от актива на 1%. Другими словами, основным звеном данной концепции является выделение влияния финансового рычага на чистую прибыль и установление зависимости изменения операционной прибыли от чистой.

В европейском подходе под эффектом финансового рычага понимается разница между доходностью собственного капитала и доходностью активов, то есть дополнительная доходность владельца собственного капитала, возникающая при привлечении заемного финансирования под определенный процент. Данная концепция финансового рычага характеризуется показателем эффекта финансового рычага, который показывает уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств. Эффект финансового рычага (DFL) рассчитывается по формуле:

$$DFL = (1 - t) * (ROA - r) * \left(\frac{D}{E} \right) \quad (3)$$

где,
 DFL - эффект финансового рычага, в процентах;
 t - ставка налога на прибыль, в относительной величине;
 ROA - рентабельность активов (экономическая рентабельность по EBIT), в %;
 r - ставка процента по заемному капиталу, в %;
 D - заемный капитал;
 E - собственный капитал.

Исходя из приведенного способа расчета, можно сделать следующие выводы:

1. В ситуации, когда финансовый рычаг и налог на прибыль для компании отсутствуют, экономическая рентабельность и доходность собственного капитала совпадут.
2. Налогообложение прибыли влечет за собой снижение доходности собственного капитала по сравнению с экономической рентабельностью.
3. При условии снижения доходности компании, увеличение финансового рычага может нивелировать данный эффект, так как при этом доходность собственного капитала возрастает.

Таким образом, на основе расчета показателя можно установить какой рост доходности активов ожидается при привлечении заемного капитала под определенный процент. Оптимизация структуры капитала в данном случае оказывает влияние на рост доходности, а значит, влияет и на окончательный финансовый результат деятельности компании.

Одной из наиболее известных теорий влияния структуры капитала на рыночную стоимость компаний является теория Ф. Модильяни и М. Миллера. Предположение о независимости рыночной цены предприятия от структуры капитала и выплат дивидендов, при условии рациональности экономических субъектов и совершенстве рынка капитала лежит в основе приведенной теории. В теорию включены

определенные допущения: корпоративные налоги отсутствуют, среднее значение прибыли предприятия стабильно и непрерывно из года в год, рынок совершенен, процентная ставка по займам является безрисковой. По мнению авторов, в приведенных условиях стоимость компании зависит от доходности и уровня риска и не зависит от структуры капитала [8].

Исходя из гипотезы совершенного рынка справедливо следующее:

1) в условиях экономического равновесия два идентичных товара должны продаваться по одинаковой цене;

2) на величину чистой дисконтированной стоимости оказывают влияние величина чистого денежного потока и неопределенность, связанная с ним;

3) если два предприятия, одинаковые во всем, кроме структуры капитала, должны продаваться по одной цене, то их стоимость капитала должна быть постоянной при всех уровнях соотношения заемных и собственных средств (общие прибыли должны капитализироваться при одинаковой ставке капитализации).

Во второй модели, учитывающей налог на прибыль корпораций, доказано что заемное финансирование увеличивает стоимость капитала компании из-за уменьшения налогооблагаемой базы. В этом случае следовало бы использовать только заемное финансирование, так как это обеспечило бы наибольшую стоимость компании, максимально сократив налоговые издержки. С другой стороны, необходимо принять во внимание рисковость структуры капитала, за счет которой с некоторого уровня (когда была достигнута оптимальная структура капитала), с увеличением доли заемного финансирования стоимость компании начинает снижаться. Исходя из рассматриваемой теории и учитывая фактор затрат финансовых затруднений можно сделать следующие выводы:

1) наличие определенной доли заемного капитала увеличивает стоимость компании за счет снижения средневзвешенной стоимости капитала;

2) чрезмерное использование заемного капитала приносит фирме вред за счет увеличения рисковости капитала;

3) не существует стандартной структуры, которую можно было бы назвать оптимальной.

Другой подход к изучению структуры капитала принято называть традиционным. Сторонники данной концепции считают, что стоимость капитала фирмы зависит от его структуры; а значит, существует оптимальная структура капитала, минимизирующая значение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и, следовательно, максимизирующая рыночную стоимость фирмы.

Таким образом, несмотря на различия в подходах к расчету стоимости компании, а так же набор управленческих коэффициентов, каждый из которых имеет свои преимущества и недостатки, структура капитала оказывает непосредственное влияние на итоговую стоимость предприятия. На сегодняшний день, экономистами не установлено идеальное соотношения между собственными и заемными источниками. В реальных условиях менеджеры компании должны принимать решения, опираясь на специфику бизнеса, текущие и ожидаемые рыночные условия, и принимая во внимания меняющиеся условия внешней среды.

Список литературы

1. *Бондарева Е.А., Ласкина Л.Ю.* Влияние финансового левиреджа на стоимость компании // Ученые записки Международного банковского института, 2014. № 10. С. 139-145.
2. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 1997. 1120 с.
3. *Зубков А.С., Селезнев Д.Ю.* Оценка стоимости компании методом DCF с учетом цены и структуры капитала // Мир современной науки, 2017. № 3 (43). С. 42-47.
4. *Ван Хорн Дж. К.* Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 2000. 800 с.
5. *Бригхэм Ю., Эрхардт М.* Финансовый менеджмент / 10-е изд., СПб.: Питер, 2009. 960 с.
6. *Гребеник В.В., Верховцева Е.А.* Управление структурой капитала как способ управления стоимостью компании // В сборнике: Современные проблемы управления природными ресурсами и развитием социально-экономических систем материалы XII международной научной конференции: в 4 частях, 2016. С. 113-121.
7. *Мамишев В.И.* Структура капитала и ее влияние на стоимость компании // Проблемы современной экономики, 2015. № 1 (53). С. 91-95.
8. *Modigliani F., Miller M.* The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // American Economic Review, 1958. 48 (3). P. 261–297.