

УДК 336.64

Ю. А. Долгих

ФГАОУ ВО «Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б.Н. Ельцина», Екатеринбург, e-mail: rimdm@rambler.ru

ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ

Ключевые слова: корпорация, структура капитала, оптимизация, заемный капитал, собственный капитал, стоимость капитала, финансовый риск.

Оптимизация структуры капитала корпорации, предполагающая определение оптимальной комбинации различных источников ее финансирования, является одной из ключевых задач финансового менеджмента. Целью настоящего исследования является изучение и обобщение соответствующего теоретико-методологического базиса, выявление концептуальных подходов к оптимизации структуры капитала корпорации, их компаративный критический анализ. В ходе данного исследования использовался комплекс общенаучных методов познания: категоризация и классификация данных; структурный анализ; логический анализ; метод синтеза; сравнительный анализ. Установлено, что в качестве основных целевых критериев оптимизации структуры капитала корпорации выступают: минимизация средневзвешенной стоимости ее капитала; максимизация рыночной стоимости; максимизация чистой прибыли на акцию; минимизация уровня совокупного риска; максимизация рентабельности собственного капитала. Каждый из обозначенных подходов подробно рассмотрен, выявлены преимущества и ограничения его практического применения.

Yu. A. Dolgikh

Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin, Yekaterinburg, e-mail: rimdm@rambler.ru

OPTIMIZATION OF THE CORPORATION'S CAPITAL STRUCTURE

Keywords: corporation, capital structure, optimization, debt capital, equity, cost of capital, financial risk.

Optimization of the corporation's capital structure, which involves determining the optimal combination of various sources of its financing, is one of the key tasks of financial management. The purpose of this study is to study and generalize the relevant theoretical and methodological basis, identify conceptual approaches to optimizing the capital structure of a corporation, and their comparative critical analysis. In the course of the research, universal methods of scientific cognition were used, such as categorization, structural and logical analysis, synthesis, classification and comparison. It is established that the main target criteria for optimizing the capital structure of a corporation are: minimizing the weighted average cost of its capital; maximizing market value; maximizing net profit per share; minimizing the level of aggregate risk; maximizing return on equity. Each of the indicated approaches is considered in detail, the advantages and limitations of its practical application are revealed.

Введение

В современных экономических реалиях вопрос формирования и эффективного управления структурой капитала корпорации является определяющим фактором обеспечения ее финансовой устойчивости и конкурентоспособности. Формирование оптимального баланса между источниками финансирования корпорации представляет собой сложную управленческую задачу, требующую научно обоснованных решений и глубокого понимания финансовых процессов и механизмов.

Актуальность обозначенной проблематики также обусловлена обострением конкурентной борьбы на мировом и национальном рынках и необходимостью повышения эффективности управления финансовыми

ресурсами. Особую значимость эти исследования представляют для российских корпораций, которые в настоящее время сталкиваются с множеством вызовов и угроз в текущих условиях проведения специальной военной операции, геополитической напряженности, беспрецедентного санкционного давления. На фоне повышения уровня неопределенности и нестабильности экономической среды оптимизация структуры капитала позволяет российским корпорациям нивелировать финансовые риски, минимизировать стоимость привлечения финансирования, что в итоге способствует росту их собственной рыночной стоимости.

Таким образом, актуальность и объективная необходимость развития научных исследований, посвященных вопросам оп-

тимизации структуры капитала корпорации, не вызывает сомнений. Эта проблематика охватывает широкий спектр вопросов, от теорий структуры капитала до стратегического финансового планирования и риск-менеджмента, что делает данную область исследований предметом живого научного и практического обсуждения [1].

Целью настоящего исследования является изучение и обобщение соответствующего теоретико-методологического базиса, выявление концептуальных подходов к оптимизации структуры капитала корпорации, их компаративный критический анализ.

Материалы и методы исследования

Структура капитала корпораций – тема, которая привлекает внимание множества ученых-экономистов по всему миру. Особый интерес представляют исследования зарубежных ученых о факторах, влияющих на формирование корпоративного капитала.

Пионером в этой области стал Д. Дюран. Он первым доказал, что снижение средне-взвешенной стоимости капитала напрямую влияет на рост рыночной стоимости компании [2]. Позднее его идеи получили развитие в работах Ф. Модильяни и М. Миллера, которые установили прямую связь между долей заемных средств и увеличением рыночной стоимости бизнеса [3].

А. Краус и Р. Литценберг внесли важное дополнение в эту теорию. Они указали на необходимость поиска баланса между преимуществами займов и рисками банкротства. По их мнению, хотя привлечение заемных средств дает налоговые льготы, оно также повышает риск неплатежеспособности компании [4].

Интересный взгляд на проблему предложили С. Майерс, Н. Майлуф и У. Краскер. Они выдвинули и обосновали теорию иерархии источников финансирования, согласно которой среди источников финансирования корпорации приоритет отдается внутренним ресурсам. При необходимости внешнего финансирования предпочтение отдается следующим инструментам (по убыванию):

- выпуск облигаций;
- эмиссия конвертируемых облигаций;
- выпуск привилегированных акций;
- эмиссия обыкновенных акций [5, 6].

Альтернативную точку зрения представили Д. Хэбарт, Х. Кронквист, М. Бейкер и Дж. Варглер. Они предложили принципиально новый взгляд на формирование струк-

туры капитала компании. В отличие от традиционных концепций, делающих акцент на финансовых показателях, эти ученые выдвинули теорию, согласно которой определяющим фактором в выборе соотношения собственного и заемного капитала являются персональные качества топ-менеджмента компании. По их мнению, именно индивидуальные особенности топ-менеджеров – их психологический профиль, жизненный опыт, склонность или неприятие риска – становятся ключевыми детерминантами при принятии важнейших финансовых решений. Исследователи подчеркивают, что личная толерантность руководителей к риску напрямую влияет на выбор источников финансирования и, как следствие, на всю структуру капитала корпорации. Личностный фактор в принятии финансовых решений, по мнению обозначенных ученых, зачастую оказывается более значимым, чем традиционные финансово-экономические показатели [7-9].

Российские ученые также внесли значительный вклад в исследование этого вопроса. Среди релевантных научных трудов необходимо выделить работу А.Н. Задорожной, в которой рассматриваются следующие методы определения оптимальной величины долговой нагрузки компании: метод минимальной WACC; метод скорректированной приведенной стоимости (APV); метод волатильности EBIT; модель EBIT-EPS [10].

Важно также отметить новаторский подход Н.Д. Дорогана к оптимизации структуры капитала. Исследователь разработал уникальную трехмерную модель, которая учитывает сразу два нелинейных взаимодействия:

1. Связь между WACC и уровнем долговой нагрузки компании;
2. Зависимость WACC от ситуации на финансовых рынках.

Основное преимущество этой модели – возможность анализировать, как внутренние и внешние факторы совместно влияют на оптимальную структуру капитала организации. Такой комплексный подход позволяет принимать более взвешенные финансовые решения. [11].

В работах И.А. Бланк [12], Т.В. Тепловой [13], В.В. Ковалева [14] в качестве методологической основы оптимизации структуры капитала корпорации выступает концепция финансового рычага. При этом рассматривается взаимосвязь финансового левериджа и стоимости компании, анализируется влия-

ние финансового левириджа на риски компании (в особенности, риск банкротства).

Таким образом, в ходе изучения работ перечисленных выше авторов выяснилось, что наряду с глубокой степенью проработанности исследуемой проблемы имеет место дискуссионность ряда вопросов, связанных с выделением и обоснованием критериев оптимизации структуры капитала корпорации, что обуславливает необходимость развития обозначенной проблематики.

В ходе данного исследования использовался комплекс общенаучных методов познания: категоризация и классификация данных; структурный анализ; логический анализ; метод синтеза; сравнительный анализ.

Результаты исследования и их обсуждение

Структурирование капитала представляет собой формирование определенного структурного сочетания (комбинации) источников финансирования корпорации, где каждый элемент выполняет свою функцию. Собственные средства корпорации, включающие в себя уставный и добавочный капитал, а также нераспределенную прибыль, обеспечивают финансовую независимость и стабильность деятельности. Заемный капитал, представленный, в основном, банковскими кредитами, облигационными займами и кредиторской задолженностью, позволяет корпорации быть финансово гибкой и расширять масштабы своей деятельности при благоприятной конъюнктуре финансовых и товарных рынков.

Как уже было отмечено ранее, оптимизация структуры капитала, то есть определение оптимальной комбинации различных источников финансирования, является одной из ключевых задач для любой корпо-

рации, стремящейся к устойчивому росту и максимизации стоимости для акционеров. В математической науке термин «оптимизация» определяется как процесс выявления максимального или минимального значения некоей заданной (целевой) функции, что также известно как поиск экстремума. Выбор целевой функции и обоснование ее экстремума и представляет собой тот или иной методологический подход. В современном финансовом менеджменте отсутствует единая общепринятая научная позиция относительно выбора целевой функции (критерия) оптимизации структуры капитала корпорации. Исследование и обобщение релевантного массива информации, представленного в научной литературе, позволили выделить пять основных критериев оптимизации структуры капитала корпорации (таблица 1).

Обозначенные в таблице 1 подходы к оптимизации структуры капитала корпорации рассмотрены далее.

1 подход. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию минимизации средневзвешенной стоимости ее капитала.

Этот подход предполагает выявление оптимального сочетания собственного и заемного капитала, при котором затраты на финансовое обеспечение деятельности компании становятся минимальными. В этой точке оптимума средневзвешенная стоимость корпоративного капитала достигает самого низкого уровня [15].

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) – важнейший показатель, отражающий цену привлечения средств для компании. Он учитывает все источники финансирования бизнеса и их удельный вес в общей структуре капитала [16].

Таблица 1

Критерии оптимизации структуры капитала корпорации

Критерий (целевая функция) оптимизации структуры капитала корпорации	Экстремум
Средневзвешенная стоимость капитала корпорации, WACC	WACC → min
Рыночная стоимость корпорации (скорректированная приведенная стоимость корпорации), APV	APV → max
Чистая прибыль на акцию, EPS	EPS → max
Совокупный риск (вероятность банкротства) корпорации, R	R → min
Чистая рентабельность собственного капитала корпорации, ROE	ROE → max

Примечание: составлено автором.

Другими словами, WACC показывает, сколько в среднем корпорация платит за каждый рубль привлеченных денег – будь то кредиты, облигации или средства акционеров. Этот показатель рассчитывается как среднее значение стоимости разных источников финансирования с учетом их доли в общем капитале корпорации.

Согласно данному подходу, оптимизация структуры капитала корпорации осуществляется посредством реализации следующих этапов:

1. Определение текущей структуры капитала компании.

2. Расчет стоимости различных источников финансирования, как собственных, так и заемных. При проведении расчетов среди собственных источников финансирования рассматриваются: эмиссия привилегированных акций; эмиссия обыкновенных акций; добавочный капитал; нераспределенная прибыль. В качестве заемных источников финансирования рассматриваются: банковский кредит; облигационный займ; финансовый лизинг.

3. Формирование и оценка различных комбинаций структуры капитала, расчет средневзвешенной стоимости (WACC) для всех возможных сценариев;

4. Определение наилучшего варианта, характеризующегося наименьшим показателем WACC среди всех рассмотренных сценариев.

2 подход. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию максимизации ее рыночной стоимости (модель скорректированной приведенной стоимости, APV).

Чем больше доля заемного капитала, тем меньшую сумму налога на прибыль платит компания, так как проценты по кредитам снижают налогооблагаемую базу. Однако есть и обратная «сторона медали» – растут издержки финансовой неустойчивости.

Согласно данному подходу, при формировании оптимальной структуры капитала компании необходимо найти баланс между противоположными эффектами: позитивным воздействием налоговых выгод от привлечения займов и негативным влиянием издержек потери финансовой устойчивости. Такой компромисс позволяет достичь максимальной стоимости корпорации, что и является ключевым критерием оптимальности в рамках рассматриваемой концепции.

Другими словами, данный подход предполагает разделение стоимости корпорации на два ключевых компонента:

1. Стоимость бизнеса без учета долгового финансирования. Представляет собой приведенную стоимость будущих операционных денежных потоков, дисконтированных по ставке, соответствующей рискам деятельности компании.

2. Стоимость преимуществ финансирования за счет долга. В этом компоненте учитывается положительное влияние «налогового щита» (приведенная стоимость налоговой экономии от использования заемных средств) и отрицательное влияние издержек финансовой неустойчивости (приведенная стоимость возможных прямых и косвенных издержек, связанных с высоким уровнем долговой нагрузки).

Процесс оптимизации структуры капитала корпорации на основе применения модели APV включает следующие основные этапы:

1. Оценка чистой приведенной стоимости корпорации

1.1. Прогнозирование будущих денежных потоков;

1.2. Обоснование ставки дисконтирования, соответствующей рискам бизнеса;

1.3. Дисконтирование денежных потоков.

2. Оценка приведенной (дисконтированной) стоимости налоговой экономии от использования заемных средств.

3. Оценка приведенной (дисконтированной) стоимости прямых и косвенных издержек, связанных с высоким уровнем долговой нагрузки.

4. Анализ различных сценариев формирования структуры капитала с вычислением показателя скорректированной приведенной стоимости (APV) для каждого из рассматриваемых вариантов.

5. Определение оптимального варианта конфигурации капитала, обеспечивающего наибольшее значение APV. [17].

3 подход. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию максимизации чистой прибыли на акцию (модель EBIT-EPS).

В рамках данного подхода оптимизация структуры капитала компании достигается путем применения аналитической модели EBIT-EPS, которая предполагает исследование корреляции между способами привлечения финансирования и доходностью акций. Этот инструментарий

позволяет рассчитать такое соотношение заемных и собственных средств, при котором показатель прибыли на одну размещенную обыкновенную акцию достигнет своего максимума. По сути, данная модель помогает определить наиболее выгодную комбинацию источников финансовых ресурсов для максимизации прибыли акционеров.

Алгоритм оптимизации структуры капитала компании на базе применения модели EBIT-EPS [17]:

1. Прогнозирование операционной прибыли (ЕВІТ).

2. Проработка различных сценариев структуры капитала компании, расчет процентных платежей и величины EPS для каждого альтернативного варианта.

3. Выбор оптимального варианта структуры капитала компании, при котором величина EPS принимает максимальное значение.

4 подход. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию минимизации уровня совокупного риска (модель волатильности EBIT).

Этот риск-ориентированный подход предусматривает изучение колебаний операционной прибыли компании (ЕВІТ) в зависимости от финансовых решений относительно структуры ее капитала.

Предполагается, что общий риск банкротства корпорации формируется из двух составляющих: риска операционной деятельности и риска, связанного с финансированием. Привлечение долгового капитала создает дополнительную нагрузку в виде обязательных выплат процентов, что повышает вероятность финансовых затруднений. Нестабильность показателя EBIT служит индикатором рискованности основной (операционной) деятельности компании. Такой концептуальный подход к оценке корпоративных рисков через призму волатильности прибыли позволяет комплексно оценить влияние структуры капитала на устойчивость бизнеса.

Процесс оптимизации структуры капитала корпорации на основе применения модели волатильности EBIT включает следующие основные этапы:

1. Оценка волатильности EBIT. Анализ ретроспективных данных и прогнозирование будущей волатильности EBIT.

2. Моделирование альтернативных вариантов структуры капитала компании, расчет

волатильности EBIT для каждого сценария. Анализ влияния каждого сценария на волатильность EBIT.

3. Выбор оптимального варианта структуры капитала компании, который соответствует двум критериям: 1) волатильность EBIT минимальна; 2) уровень финансового риска, обусловленного долговой нагрузкой, не является высоким [18].

5 подход. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию максимизации рентабельности собственного капитала (концепция финансового рычага).

Данный подход ориентирован на максимизацию рентабельности собственного капитала компании (ROE) посредством использования заемных средств.

Положительный эффект финансового рычага возникает тогда, когда заемные средства привлекаются компанией по более низкой стоимости, чем текущий уровень доходности активов, что позволяет увеличить чистую прибыль компании и чистую рентабельность ее собственного капитала.

Показатель, отражающий прирост чистой рентабельности собственного капитала за счет использования корпорацией заемных средств, называется эффектом финансового рычага (эффектом финансового левериджа). Финансовый леверидж – это индикатор, демонстрирующий, насколько увеличивается доходность капитала акционеров при привлечении компанией заемного финансирования. Он представляет собой механизм управления рентабельностью через оптимизацию соотношения собственных и заемных источников средств. Финансовый рычаг влияет на ROE через: 1) увеличение чистой прибыли компании за счет инвестирования заемных средств в расширение бизнеса или другие доходные направления (в т.ч. финансовые операции); 2) снижение собственного капитала (заемные средства уменьшают долю собственного капитала, что приводит к более низкому знаменателю в формуле расчета ROE).

Процесс оптимизации структуры капитала корпорации на основе применения эффекта финансового рычага включает следующие основные этапы:

1. Определение текущего и прогнозируемого значения валовой рентабельности активов компании;

2. Определение текущей и прогнозируемой стоимости привлечения заемных средств.

Преимущества и ограничения подходов к оптимизации структуры капитала корпорации

Подход	Преимущества	Ограничения
1. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию минимизации средневзвешенной стоимости ее капитала	- Широкий спектр возможностей применения; - учет налоговых выгод	- Сложность определения стоимости структурных элементов собственного капитала; - краткосрочный фокус, статичность анализа; - недостаточное внимание к факторам риска
2. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию максимизации ее рыночной стоимости (модель скорректированной приведенной стоимости, APV)	- Гибкость анализа и учет специфики бизнеса; - учет налоговых выгод; - ориентация на максимизацию рыночной стоимости компании (ключевая цель финансового менеджмента)	- Сложность и субъективность оценки стоимости прямых и косвенных издержек, связанных с высоким уровнем долговой нагрузки; - сложность прогнозирования и дисконтирования денежных потоков
3. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию максимизации чистой прибыли на акцию (модель EBIT-EPS)	- Простота расчетов; - учет интересов акционеров и инвесторов; - учет налогового щита	- Допущение о постоянстве EBIT; - не учитывается риск снижения финансовой устойчивости; - статичность анализа
4. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию минимизации уровня совокупного риска (модель волатильности EBIT)	- Фокус на риск-менеджменте, интеграция с общей системой управления рисками компании; - учет операционной специфики бизнеса	- Сложность прогнозирования EBIT и оценки ее будущей волатильности; - трудоемкость анализа и расчетов
5. Оптимизация структуры капитала корпорации по критерию максимизации рентабельности собственного капитала (концепция финансового рычага)	- Четкий критерий оптимизации, учитывающий интересы акционеров; - простота расчетов; - учет налогового щита	- Допущение о постоянстве валовой рентабельности активов (в реальности она может меняться в зависимости от уровня долговой нагрузки) [10]; - краткосрочный фокус, статичность анализа; - не в полной мере учитывается риск снижения финансовой устойчивости

Примечание: составлено автором.

3. Моделирование альтернативных вариантов структуры капитала корпорации, расчет величины ROE для каждого альтернативного варианта.

4. Выбор оптимального варианта структуры капитала компании, при котором значение ROE будет максимальным без чрезмерного повышения финансового риска.

Рассмотрев основные подходы к оптимизации структуры капитала корпорации, проведем их компаративный критический анализ, позволяющий выявить преимущества и ограничения их практического применения (таблица 2).

Выводы

Оптимизация структуры капитала корпорации является важнейшей частью ее финансовой стратегии и финансового ме-

неджмента. Она может осуществляться с использованием различных методологических подходов, рассмотренных выше. Как видно из таблицы 2, каждый из этих подходов имеет свои особенности применения. Выбор подхода к оптимизации структуры капитала компании следует осуществлять, учитывая стратегические цели компании, ее текущее финансово-экономическое состояние и рыночную конъюнктуру. Зачастую наиболее эффективным оказывается комбинированное использование нескольких подходов для принятия обоснованных финансовых решений. Также важно отметить, что оптимизация структуры капитала должна представлять собой *непрерывный* процесс адаптации компании к изменяющимся условиям рынка, что является залогом устойчивого роста и развития бизнеса.

Библиографический список

1. Доводова А.И. Влияние структуры финансирования на стоимость компании // Евразийское научное объединение. 2015. № 2. С.107-110.
2. Durand D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems in measurement: Conference on research in Business Finance // National Bureau of Economic Research. N. Y. 1952. P. 215-262.
3. Modigliani F, Miller M. H. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital // American Economic Review. 1963. June. P. 433-443.
4. Kraus A., Litzemberger R. H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage // Journal of Finance. 1973. Vol. 33. P. 911-922.
5. Myers S.C., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. № 13. P. 187-221.
6. Krasker W. Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information // Journal of Finance. 1986. Vol. 41. P. 93-105.
7. Hackbarth D. Managerial Traits and Capital Structure Decisions // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2008. Vol. 43, № 4. P. 843-882.
8. Cronqvist H., Makhija A., Yonker S. Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage // Working Paper / Claremont McKenna College. 2011. 51 p.
9. Baker M., Wurgler J. Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey // Handbook of the Economics of Finance. 2012. Vol. 2, Pt. A. P. 351-417.
10. Задорожная А.Н. Теоретические и практические аспекты формирования оптимальной структуры капитала компании. Омск: типография ООО «ЮНЗ», 2015. 175 с.
11. Дороган Н.Д. Оптимизация финансовой структуры капитала компании: дис. ... канд экон. наук. СПб., 2015. 173 с.
12. Бланк И.А. Управление формированием капитала. 2-е изд., стер. К.: Ника-Центр, 2008. 512 с.
13. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор: учебное пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2018. 507 с.
14. Ковалев В.В., Ковалев Вит.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели: учебное пособие. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2015. 992 с.
15. Попов Г.А. Совершенствование механизмов реформирования и финансового оздоровления промышленных предприятий: автореф. дис. ... канд. экон. наук. Липецк, 2004. 25 с.
16. Каранина Е.В. Финансовый менеджмент: финансовая стратегия, планирование и контроль, управление капиталом, инвестициями, финансовыми рисками. М.: Научная библиотека, 2023. 348 с.
17. Золотарева Г.И., Бахмарева Н.В. Учетно-аналитическое обеспечение обновления основных средств: выбор источников финансирования // Аудитор. 2018. № 1. С. 44-50.
18. Задорожная А.Н. В поисках оптимальной структуры капитала компании // Финансы и кредит. 2014. № 5 (581). С. 42-49.