

МЕХАНИЗМ ФОРМИРОВАНИЯ ОПТИМАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРОМЫШЛЕННОЙ КОМПАНИИ НА ЭТАПАХ ЕЕ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА*

Аннотация: В статье определена важность оптимизации структуры капитала компании при реализации ее стратегической цели. Автором рассмотрены ключевые аспекты стратегического и текущего управления финансовыми ресурсами, приведен подход к оценке финансового состояния компании на конкретном этапе ее жизненного цикла. В статье подчеркивается необходимость в обеспечении финансовой устойчивости компании при формировании оптимальной структуры капитала, позволяющая обеспечить интересы собственников компании, а также принятие эффективных решений в инвестиционной политике.

Ключевые слова: оптимальная структура капитала; инвестиционная стратегия; привлечение финансовых ресурсов; стоимость компании; этапы жизненного цикла; добавленная стоимость; свободный денежный поток.

В российской практике зачастую политика финансирования долгосрочного развития компании бывает неадекватной ее стратегической цели по максимизации благосостояния собственников, созданию стоимости для ее акционеров. В то же время, финансовые взаимоотношения менеджмента и собственников зачастую оказывают существенное влияние на стратегию развития предприятия. Соотношение заемных и собственных средств, привлеченных для финансирования развития компании, формирует структуру капитала. Если в структуре значительно преобладают собственные средства, то это позволяет сделать предположение о неэффективной политике финансирования при достижении целей стратегического планирования. Отсутствие целевых ориентиров при формировании структуры капитала, отказ от привлечения заемных средств могут нанести «ущерб» компании в ограничении темпов развития, невыполнении тактических и долгосрочных задач и, в конечном счете, несоблюдении интересов акционеров.

Так, например, сохраняющаяся высокая доля собственных средств в структуре капитала большинства предприятий металлургического сектора оставляет открытым вопрос об оптимальности такой структуры, с точки зрения удовлетворения интересов собственников компании в долгосрочной перспективе. В связи с этим возникает необходимость в разработке механизма формирования оптимальной структуры капитала, который позволял бы решать задачу максимизации стоимости компании при сохранении ее устойчивого финансового положения.

Существующие методы оптимизации структуры капитала по критерию максимизации стоимости, увеличения доходности на вложенный капитал, предполагают минимизацию совокупных затрат на капитал. Однако в этом случае не учитывается влияние структуры капитала на уровень устойчивости финансового положения компании, в то время как характеристики финансовой модели компании будут меняться в зависимости от того, на каком этапе жизненного цикла она находится. При этом должны соблюдаться как интересы собственников (в виде формирования свободного денежного потока и роста стоимости предприятия), так и интересы менеджмента (при выполнении критериев сбалансированности системы показателей, характеризующей финансовое состояние

* © Митрофанов П.В.

предприятия на различных этапах развития). В связи с этим проблема исследования влияния структуры капитала на достижение стратегических и тактических задач управления финансовыми ресурсами предприятия является актуальной. Очевидно, что критерии оптимальности структуры капитала на разных этапах жизненного цикла компании будут различными. Так, при переходе от одного этапа развития к другому структура капитала, перегруженная заемными средствами, может значительно отличаться от целевой структуры другого этапа. Как следствие, компании потребуются значительные затраты, включая финансовые и временные, для того, сформировать структуру капитала, удовлетворяющую критериям оптимальности, характерным для текущего этапа.

Каждый из этапов развития предприятия можно охарактеризовать системой показателей, позволяющих в достаточной мере описать состояние операционной, финансовой и инвестиционной деятельности предприятия. Поскольку на различных этапах существования компании цели и способы их достижения различны, следовательно, приоритетность каждого из показателей на разных этапах развития не может быть одинаковой. Изменение же приоритетности этих показателей на каждом из этапов развития будет изменять и требования к оптимальности структуры капитала компании.

Влияние внешней рыночной конъюнктуры сказывается на развитии компании, темпах ее роста. В современных условиях глобального финансово-экономического кризиса компании вынуждены снижать объемы производства из-за отсутствия спроса на их продукцию, сокращать затраты. Вне зависимости от этапа жизненного цикла, на котором находится компания, возникает необходимость в переоценке приоритетов развития и корректировке долгосрочных целей не только во время кризисных явлений, но и в периоды стремительного роста экономики, учитывая последствия от происходящих процессов.

Оценивать финансовое состояние компании на разных этапах ее развития можно с помощью агрегированного показателя (AR_i), при построении которого каждому частному показателю должно соответствовать свое весовое значение, определяющее его значимость для характеристики этапа развития предприятия:

$$AR_i = \sum_{j=1}^N \omega_j \cdot \delta_j,$$

где ω_j – удельный вес (значимость) j -ой группы показателей на i -ом этапе;

δ_j – средняя оценка в баллах (от $\min=2$ до $\max=5$) значения j -ой группы показателей на i -ом этапе;

$$\sum_{j=1}^N \omega_j = 1;$$

$j \in (1; N)$; N – количество групп показателей.

При изменении рыночной конъюнктуры и корректировке менеджментом прогнозных значений выручки, прибыли, размера капитальных вложений степень значимости отдельных показателей, их предельные и среднеотраслевые значения также будут изменяться, т.е. удельные веса каждого показателя могут варьироваться, исходя из конкретных условий деятельности компании.

Предлагаемый подход, основанный на оценке влияния структуры капитала на динамику агрегированного показателя на соответствующем этапе развития компании, по сути своей, является механизмом формирования оптимальной для каждого этапа структуры

капитала. Сущность такого механизма заключается в следующем. При изменении (увеличении) доли заемного капитала рассчитываются: AR_i , величина свободного денежного потока собственникам (FCFE), а также значение спреда доходности (ROIC–WACC), исходя из рассчитываемых средневзвешенных затрат на капитал (WACC) и рентабельности инвестированного капитала (ROIC) (увеличение доли заемного капитала возможно до уровня 50%, исходя из требования к соблюдению допустимого уровня финансовой устойчивости). Увеличение доли заемного капитала (w_D) будет целесообразным до такого уровня, при котором, во-первых, образуется неотрицательный свободный денежный поток собственникам (w_D^{FCFE}), во-вторых, достигается локальный максимум спреда доходности (w_D^{spread}) в зоне формирования неотрицательного свободного денежного потока собственникам, при этом $w_D^{spread} < w_D^{FCFE}$. Таким образом, формируется диапазон оптимальных значений структуры капитала и соответствующий им нормативный интервал значений агрегированного показателя на анализируемом этапе компании, для которого характерна высокая значимость показателя рентабельности собственного капитала.

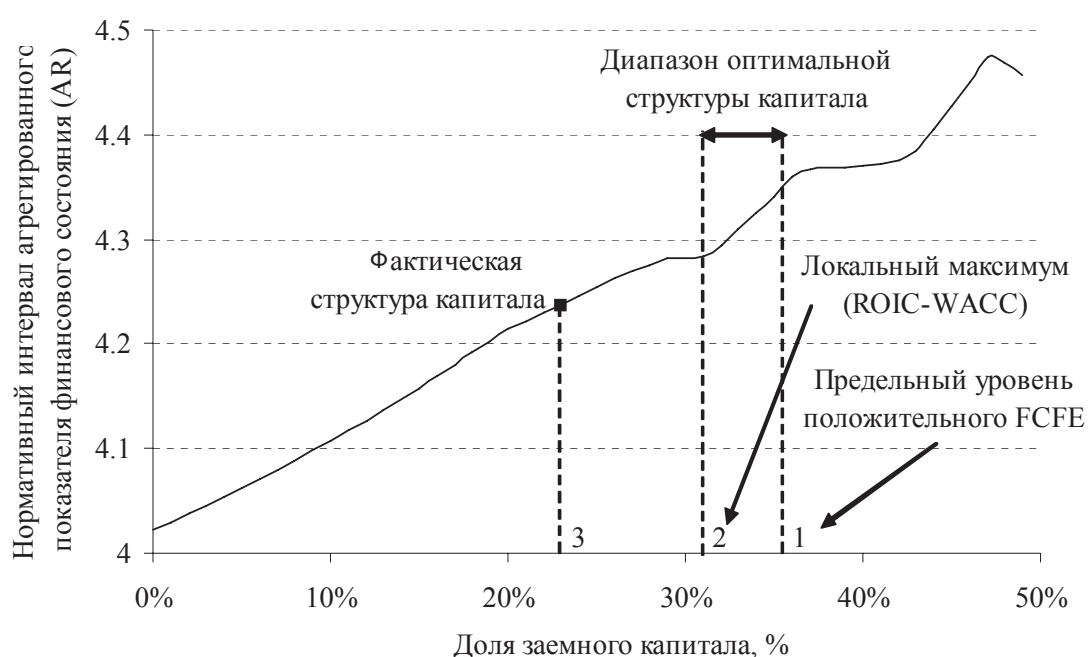


Рис. 1. Графическая иллюстрация механизма определения оптимальной структуры капитала компании

На рисунке 1 представлена графическая иллюстрация процесса определения диапазона оптимальной структуры капитала для одного из лидеров российской сталелитейной промышленности. На рисунке точками 1 и 2 обозначены доли заемного капитала w_D^{FCFE} и w_D^{spread} соответственно. Оценка степени расхождения фактической (в точке 3) и оптимальной структуры капитала компании предполагает их сравнение и определяет необходимость изменения фактической структуры в сторону приближения к оптимальной.

Предложенный механизм формирования оптимальной структуры капитала создает возможность гибкого реагирования на изменяющиеся внутренние или внешние факторы, за счет изменения приоритетности показателей на этапах развития компании. Таким образом, оптимизация структуры капитала позволяет обеспечить как выполнение стратегических целей компании, удовлетворение интересов акционеров, так и текущую устойчивость финансового состояния. Кроме того, оптимальная структура капитала со-

здает большую стоимость для собственников, позволяет достичь более высокого уровня рентабельности акционерного капитала, не приводит к росту риска неплатежей, не ограничивает доступ к финансовым ресурсам, необходимых, например, для целей рефинансирования долговых обязательств. В итоге компания способна не только осуществлять обещанные выплаты собственникам и кредиторам (дивиденды и проценты по кредитам), но и в состоянии реинвестировать часть чистой прибыли в развитие бизнеса, наращивая его стоимость.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент. М., 2008 г.
2. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бэйли. Инвестиции. М., 2007 г.
3. Анискин Ю.П., Сергеев А.Ф., Ревякина М.А. Финансовая активность и стоимость компании: аспекты планирования. М., 2005 г.
4. Ивашковская И. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста // Управление компанией. 2006 г. №11.
5. Ивашковская И., Куприянов А. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компанией. 2005 г. №2.

P. Mitrophanov

MECHANISM OF FORMING OF OPTIMUM CAPITAL OF INDUSTRIAL COMPANY STRUCTURE ON THE STAGES OF ITS LIFE CYCLE

Abstract: Importance of optimal capital structure in implementation of the company's strategy at life-cycle stages is determined in the article. Key aspects of strategic and operating management of financial resources along with approach of financial condition of the company assessment at specific life-cycle stage are considered by the author. Necessity in assurance of business solvency at optimal capital structure formation which meets the shareholders interests as well as effective decision-making in investment policy is emphasized in the article.

Key words: optimal capital structure; investment strategy; financial resources attraction; enterprise value; life-cycle stages; value added; free cash flow.