

## 18

# От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании



**Ирина Ивашковская,**  
зав. кафедрой экономики  
и финансов фирмы  
Государственного университета —  
Высшей школы экономики,  
канд. экон. наук, проф.

Привлечение капитала в компанию требует целого ряда сложных и многогранных решений. Эти решения касаются набора конкретных финансовых инструментов; графика и планирования денежных поступлений и выплат разным категориям инвесторов; рисков, возникающих при использовании разных финансовых инструментов, и методов их контроля; правовых условий заключаемых договоров; структурирования сделок. И в водовороте возникающих проблем нельзя упустить стратегическую природу и последствия таких решений. Соответствует ли политика финансирования вашей компании стоящим перед ней стратегическим задачам? Всегда ли сделки, заключенные в области привлечения капитала, ведут к росту стоимости компании? Чтобы всесторонне изучить этот аспект, необходимо провести грамотный анализ.

## Анализ структуры капитала: достаточен ли бухгалтерский подход?

Структура капитала — специальное логическое понятие, введенное в современный финансовый анализ для обозначения комбинации (соотношения) источников заемного и собственного финансирования, которая принята в компании для реализации ее рыночной стратегии. Сегодня этот термин часто заменяют по-

нятием «финансовый рычаг», и это выражение вошло в лексикон не случайно. Рычаг — инструмент, облегчающий и умножающий эффект прилагаемых усилий. Привлечение заемного финансирования должно работать на стратегические задачи собственника. В контексте финансирования термин «финансовый рычаг» отсылает нас к регулярной практике финансирования долгосрочного развития за счет заемных средств ради достижения инте-

ресов собственника, а точнее, ради роста стоимости компании. Как измерить (выразить) структуру капитала? Всегда ли она совпадает с финансовым рычагом?

Чтобы ответить на эти вопросы, посмотрим, в чем выражается действие финансового рычага. Сложившаяся традиция анализа предлагает минимальный набор показателей, отраженных на рис. 1. *Первая группа* показателей — стандартные коэффициенты, применяемые для

анализа финансовой отчетности, — это своего рода бухгалтерские «измерители счастья» владельцев компании. Прибыль на акцию отражает масштаб дохода, использование которого владелец в принципе может обсуждать с менеджментом и утверждать предлагаемые им решения. Доходность (рентабельность) собственного капитала выражает «счастье в относительных долях», создавая для собственника возможность сравнить свой успех с достижениями тех, кто вложил средства в другие компании и отрасли. Рост доли заемного финансирования ведет к росту как прибыли на акцию, так и доходности собственного капитала, а значит, оба коэффициента иллюстрируют благотворное воздействие заемного финансирования. Это тем очевиднее, чем выше экономия на налоговых выплатах, возникающая в связи с платежами процентов и уменьшением налогооблагаемой прибыли компании: не выплаченные в форме налога прибыли безусловно увеличивают числители этих коэффициентов.

Вторая группа показателей — коэффициенты, отражающие степень воздействия заемного финансирования на прибыль, которая потенциально доступна для распределения между владельцами голосующих акций (долей в собственном капитале) компании. Эти показатели можно рассчитать разными способами (рис. 1). Приведенная на рисунке пропорция (DFL) показывает степень чувствительности прибыли на одну голосующую акцию от изменений операционной прибыли. Данный показатель измеряет мультипликатор колебания прибыли на голосующую акцию, который зависит от принятых решений о финансировании и следующих за этим необходимых выплат кредиторам и владельцам привилегированных долей. При каждом изменении операционной прибыли, выражающей результат рыночной политики компании на определенный период (обычно год), всего на 1% прибыль на голосующую акцию изменяется на X% или величину, равную значению коэффициента DFL, выраженную в процентах.

Включение в расчеты дивидендов на привилегированные акции преследует две взаимосвязанные цели. Первая из них заключается в том, чтобы отразить особый статус выпусков привилегированных акций в анализе структуры капитала как

Рис. 1. Эффекты финансового рычага

Степень воздействия финансового рычага (Degree of Financial Leverage — DFL)	=	$\frac{\text{Прибыль до процентов и налогов}}{\text{Прибыль до процентов и налогов} - \text{проценты} - \text{дивиденды на привилегированные акции}}$
Прибыль на акцию (Earnings per Share — EPS)	=	$\frac{\text{Чистая прибыль} - \text{дивиденды на привилегированные акции}}{\text{Количество обыкновенных акций в обращении}}$
Доходность собственного капитала (Return on Equity — ROE)	=	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал в среднем за год по балансовой стоимости}}$

Рис. 2. Две стороны уравнения затрат на капитал

$$\frac{D}{D+E} \cdot K_d + \frac{E}{D+E} \cdot K_e = WACC$$

Инвестиционные риски для данного типа инвестора = Требуемые ставки, вытекающие из анализа его альтернатив

Барьерная планка = Ставка альтернативных инвестиций для компании

D — заемный капитал;  
E — собственный капитал;  
D/(D+E) — доля заемного капитала (W<sub>d</sub>);  
E/(D+E) — доля собственного капитала (W<sub>e</sub>)

При таких же, как у нее, рисках и структуре капитала

«гибридного» источника, по которому предстают фиксированные оттоки денежных средств, похожие на выплаты процентов по кредитам. Вторая — в том, чтобы отразить дополнительный финансовый риск, который возникает от привлечения капитала в форме привилегированных акций, по которым инвесторы ожидают регулярных, фиксированных выплат. При данном объеме выпуска продукции и технологиях ее производства, при заданной бизнес-модели компании коэффициент степени применения финансового рычага (DFL) выше у компании, использующей наряду с заемным финансированием еще и привилегированные акции. Если финансового рычага в компании нет, прибыль на акцию растет и падает строго в соотношении 1:1 в сравнении с ростом и падением операционной прибыли. Если финансовый рычаг увеличивается, прибыль на акцию растет с ускорением. Понятно, что этот эффект становится отрицательным, если операционная прибыль начинает снижаться. Однако достаточно ли таких показателей для проведения анализа структуры капитала? Можем ли мы судить на их основании об адекватности политики финансирования стратегическим задачам компании?

Представленный спектр вопросов не выходит за рамки традиционного бухгалтерского видения. Но изучение финансового рычага как компонента политики финансирования вовсе не укладывается в рамки бухгалтерского видения операций компании<sup>1</sup>. Проблема в том, чтобы понять, соответствует ли политика финансирования долгосрочного развития компании задаче роста ее стоимости.

### Финансовый подход к анализу структуры капитала

С точки зрения задачи роста стоимости компании анализ структуры капитала существенно сложнее. Необходимо ответить на главный вопрос: какое соотношение заемного и собственного капитала ведет к максимизации рыночной стоимости данной компании.

Ключ к ответу разумно искать, прежде всего, в самом подходе к инвестиционной стоимости компании, выражающей сумму приведенных (дисконтированных) потоков свободных денежных средств, которые инвестор ожидает получить в будущем. Приведение потоков выгод, на которые рассчитывают инвесторы, означает признание невозможности немедленного получения ими ожидаемого дохода и поэтому учитывает их альтернативную ставку утрачиваемого дохода. У компании, применяющей заемный капитал для развития, в этой ставке отражаются и требуемые кредиторами (K<sub>d</sub>) и требуемые собственниками (K<sub>e</sub>) минимальные ставки доходности. Если учесть пропорцию чужих (W<sub>d</sub>) и собственных денег (W<sub>e</sub>) в совокупном капитале, то совокупные требования к доходности, предъявляемые двумя типами инвесторов, будут сведены в единую ставку средневзвешенных затрат на капитал (WACC), как показано на рис. 2.

Приведенное на рисунке уравнение средневзвешенной доходности выглядит просто, но если отвлечься от арифметической формы и рассуждать с позиций не арифметических, а финансовых правил, то здесь необходимо видеть два урав-

<sup>1</sup> Различия бухгалтерского видения операций компании и финансовой модели ее анализа рассматривались в статье: Ивашковская И. Корпоративные финансы в некорпоративной России // Управление компанией. — № 4. — 2004. — С. 40—43.

Рис. 3. Оптимальная структура капитала

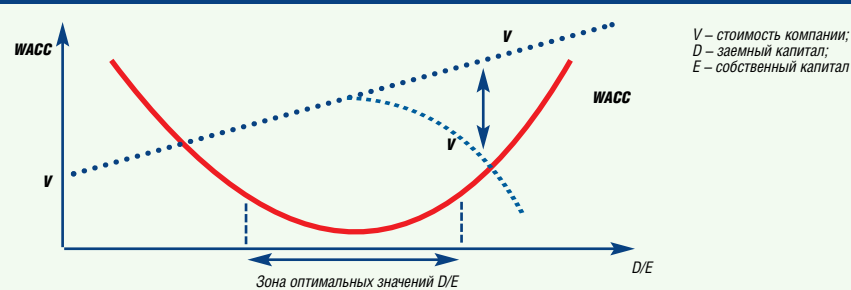


Рис. 4. Правила анализа структуры капитала

- ✓ Правило альтернативных издержек.
- ✓ Правило соответствия сроков финансирования целям использования капитала.
- ✓ Правило трансформации сложной структуры капитала.
- ✓ Правило учета забалансовых обязательств.
- ✓ Правило рыночной оценки.

нения одновременно. Левая часть уравнения выражает ожидания инвесторов относительно конкретной компании и поэтому с точки зрения финансовой аналитики является «оцифровкой ожиданий», т. е. «оцифровкой» ее стратегической позиции, перспектив развития, инвестиционных рисков: средневзвешенная сумма равна ожиданиям или, точнее, ожидаемой доходности. Правая часть уравнения ( $WACC$ ) должна быть прочитана глазами управляющей команды компании. С точки зрения задач управления обе группы ставок ( $K_d$  и  $K_e$ ) означают бремя выполнения требований инвесторов, которое ложится на плечи менеджмента. Совокупная ставка ( $WACC$ ) принимает характер затрат на привлечение капитала, потому что должна быть обязательно покрыта заработанным доходом. Поэтому правая часть уравнения выражает барьерную планку доходности, которую менеджмент компании обязан иметь в виду, реализуя стратегию компании и выстраивая ее политику. Иными словами, это ставка, служащая менеджменту компании «инструкцией» к необходимым инвестициям, которые формируют будущие потоки денежных средств и стоимость компании.

Поведение ставки совокупных затрат на капитал ( $WACC$ ), как показано на рис. 3, выглядит необычно. При низкой доле заемного капитала в составе источников финансирования компании барьерная планка доходности на капитал выше, поскольку собственный капитал дороже заемного. Не вдаваясь в детали сложного анализа доходности, требуемой собственниками фирмы, отметим, что в наиболее общей форме эту ставку можно описать так:  $K_e = K_d + \text{премия за риск владения фирмой}$ . По мере нараста-

ния доли заемного капитала барьерная планка доходности на совокупный капитал ( $WACC$ ) снижается, так как растет доля более дешевого капитала и срабатывает эффект экономии на налоге на прибыль, но затем вновь наступает перелом и планка ползет вверх. Поскольку стоимость компании зависит от ставки совокупных затрат на капитал ( $WACC$ ), задача управляющей команды — построить политику финансирования долгосрочного развития компании так, чтобы вывести соотношение заемного и собственного капитала в зону оптимальности. А это предполагает, что, во-первых, следует определить данную зону и, во-вторых, подбирая финансовые инструменты, удерживать пропорцию источников финансирования в границах оптимального коридора, учитывая влияние меняющейся среды. Таким образом, анализ финансового рычага с позиций финансовых измерений может привести к выводу, что далеко не при всех его значениях достигается цель роста стоимости компании. Задача управления компанией, нацеленного на рост ее стоимости, применительно к политике финансирования становится задачей выведения компании в зону оптимальных значений структуры капитала.

Подход к структуре капитала с позиций требований оптимальности обязывает строже подойти как к ее количественному описанию, так и к построению ее анализа. Вернемся к вопросу идентичности понятий «финансовый рычаг» и «структура капитала». С точки зрения бухгалтерского видения операций компаний в формулах финансового рычага (рис. 1) не проводится различий между краткосрочными и долгосрочными источниками финансирования. Вычитая

расходы на выплату процентов, которые снижают налогооблагаемую прибыль, аналитик не выделяет типы кредитов, не делит их на «короткие» и «длинные» и не убирает из анализа расходы на выплату процентов по «коротким» кредитам. Но всегда ли краткосрочные коммерческие обязательства должны рассматриваться как часть заемного капитала в анализе структуры капитала? Ответ зависит от конкретной ситуации. Если «короткие» деньги, взятые под проценты, расходуются строго по назначению, т. е. на краткосрочные нужды подпитки оборотного капитала, и компания нормально справляется с обслуживанием этого вида задолженности, то в анализе структуры капитала эти долги не участвуют. Соответственно, «короткие» кредиты, становящиеся в реальной ситуации «длинными» деньгами (поскольку их используют не по прямому назначению), выступают в качестве субститута долгосрочных кредитов, и их нельзя игнорировать в количественном описании и анализе структуры капитала. В этом случае они влияют, во-первых, на анализ доли заемных средств, увеличивая величину  $W_d$ , которая более не будет выражать действительно полученные долгосрочные долги. Во-вторых, придется корректировать и анализ требуемой кредиторами доходности ( $K_d$ ). Ставка требуемой доходности — это ставка альтернативных вложений, поэтому когда краткосрочные кредиты замещают долгосрочные долги, вместо фактической ставки процента по «коротким» деньгам должна быть взята текущая рыночная ставка процента по долгосрочным кредитам.

Еще одно существенное отличие понятий финансового рычага и структуры капитала проявляется в ситуации использования компанией забалансовых источников финансирования, например долгосрочной, но не капитализированной и не отраженной в балансе аренды активов. Такой арендный договор также выступает в качестве субститута прямого долгосрочного кредита, а следовательно, должен быть приравнен к заемному капиталу. Значит, и доля заемных средств ( $W_d$ ), и требуемая кредиторами доходность ( $K_d$ ) опять-таки будут рассмотрены с учетом этого источника. Иными словами, арендный договор капитализируется, т. е. арендованные ресурсы рассматриваются как активы, стопроцентно купленные в кредит. Основаниями для расчетов



29–30  
ноября  
2004г.

МОСКВА  
Golden Ring  
Hotel

ВСЕРОССИЙСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ

## Корпоративное право и управление

### Основные вопросы:

- Лучшая практика корпоративного управления в России и на Западе
- Защита прав и интересов инвесторов
- Совершенствование системы корпоративного законодательства
- ККУ как фактор повышения инвестиционной привлекательности
- Опыт организации управления АО в России
- Корпоративное право. Законодательство и практика

К выступлению приглашены представители:

МЭРТ РФ  
ФСФР РФ  
ОАО «Газпром»  
ОАО «Аэрофлот»  
ЗАО «Северсталь-Групп»  
ОАО АКБ «Росбанк»  
Standard & Poor's  
Ассоциация по защите прав инвесторов  
Coudert Brothers LLP  
ЮФ «Линия права»  
КГ «Профконсалт»

ИНФОРМАЦИОННАЯ  
ПОДДЕРЖКА:



T&F Informa

Информация на сайте: [www.infor-media.ru](http://www.infor-media.ru) и по телефону: +7(095) 514-13-74

(капитализации) потоков выгод служат сроки договора, выплаты арендной платы и их график, а для анализа ставки капитализации — текущая рыночная ставка процента по долгосрочным кредитам для категории заемщиков, к которым можно отнести интересующую нас компанию.

Итак, капитализированная сумма — это компонент заемного капитала; предполагаемая ставка по предполагаемому, умозрительному кредиту — это элемент анализа затрат на заемный капитал или  $K_d$ .

Возможны и ситуации, когда так называемые забалансовые статьи связаны с предоставленными третьим лицам гарантиями кредитов. Качество обязательств компании, предоставившей гарантии, оказывается напрямую зависящим от качества выполнения обязательств по полученному кредиту третьей компанией. В бухгалтерской интерпретации финансового рычага такие взаимосвязи не учитываются. В финансовом подходе они должны стать предметом тщательного анализа и могут превратиться в «рукотворное обязательство», поскольку при определенных обстоятельствах финансовый аналитик сочтет, что вероятность наступления выплат по предоставленным третьим лицам гарантиям высока. Наконец, различия двух подходов к количест-

венной характеристике структуры капитала — бухгалтерского и финансового — возникнут и тогда, когда компания применяет конвертируемые выпуски облигаций или привилегированных акций для финансирования. Оба вида конвертируемых выпусков — это своего рода «полудолги»: отнесение их к категории заемного капитала необходимо до тех пор, пока вероятность их конвертации в собственный капитал невысока. Напротив, если соотношение рыночного курса обыкновенных акций компании-эмитента конвертируемых инструментов и курса исполнения договора о конвертации (конверсионного курса) благоприятно и рыночный курс устойчиво превышает конверсионный, то возможность обмена конвертируемых бумаг на обыкновенные акции уже допускается. В этом случае конвертируемый компонент заемного капитала исчезает, а собственный капитал растет.

Таким образом, популярный финансовый рычаг не во всех случаях адекватно замещает важнейшее в современном финансовом анализе компании понятие структуры капитала. Правила анализа структуры капитала, отличающие финансовый подход к соотношению заемного и собственного капиталов ( $D/E$ ), иллюстрирует рис. 4. Однако мало очертить гра-

ницы, в которых должна осуществляться количественная характеристика структуры капитала. Для корректного выстраивания политики финансирования нужно выявить зону оптимальных значений структуры капитала конкретной компании. Поиск такой зоны связан с двумя разными, но применяемыми одновременно подходами: качественным и количественным анализом оптимальной структуры капитала. Качественная оценка структуры капитала конкретной компании предполагает выделение макро- и микрофакторов, которые следует иметь в виду, выработывая политику финансирования. Этот вид анализа надо дополнить количественными оценками — финансовыми моделями, позволяющими установить расчетное оптимальное соотношение заемного и собственного капиталов для компании.

Окончательный ответ на главный вопрос — адекватна ли политика финансирования задаче роста стоимости компании — может быть найден только в результате сведения качественных и количественных оценок в единый макет структуры капитала. Алгоритм и методы создания такого макета заслуживают особого внимания и будут рассмотрены в следующих выпусках рубрики «Корпоративные финансы».

ЖУК