

УДК 330.14.014:338.24

ББК 65.291.91-93-21

X 98

**Р.Д. Хунагов**

*Доктор социологических наук, профессор, ректор Адыгейского государственного университета, г. Майкоп, Тел.: (8772)57-02-73, e-mail: adsu@adygnet.ru.*

**Т.Г. Гурнович**

*Доктор экономических наук, профессор кафедры финансового менеджмента и банковского дела Ставропольского государственного аграрного университета, г. Ставрополь. Тел.: (918)747-59-98, e-mail: gurnovich@inbox.ru.*

## **ИНСТРУМЕНТАРИЙ УПРАВЛЕНИЯ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ**

*(Рецензирована)*

**Аннотация.** Поиск эффективных инструментов управления структурой капитала экономических субъектов актуализируется в сложных условиях их функционирования, отличающихся ценовой нестабильностью и волатильностью процентных ставок. В данной научной статье рассматриваются теоретические основы формирования различных подходов к оптимизации структуры капитала, исследуются процессы управления собственным и заемным капиталом. Доказано, что рациональная структура капитала организации обеспечивается за счет нахождения баланса между экономией на налогах, обусловленной использованием кредитных ресурсов и возможными финансовыми трудностями, связанными с повышением удельного веса заемного капитала. Рассматривается вариант воздействия инструментов управления структурой капитала на бизнес-процессы хозяйствующего субъекта с целью повышения общей эффективности его функционирования. Сделан вывод о необходимости грамотного учета затрат на обслуживание заемного капитала при расширении масштабов деятельности.

**Ключевые слова:** капитал, источники финансирования, собственный капитал, заемный капитал, привлеченный капитал, финансовый результат, инструментарий управления.

**R.D. Khunagov**

*Doctor of Social Sciences, Professor, Rector of Adyghe State University, Maikop Ph.: (8772)57-02-73, e-mail: adsu@adygnet.ru.*

**T.G. Gurnovich**

*Doctor of Economics, Professor of the Department of Financing Management and Bank Affair, the Stavropol State Agrarian University. Ph.: (918)747-59-98, e-mail: gurnovich@inbox.ru.*

## **THE TOOLKIT OF CAPITAL STRUCTURE MANAGEMENT OF ORGANIZATION**

**Abstract.** The search for effective management tools of capital structure of economic entities is actualized in the difficult conditions of their functioning, characterized by price instability and volatility of interest rates. This scientific article considers theoretical bases of formation of the different approaches to the optimization of the capital structure, the processes of management of own and borrowed capital. It reveals that a rational capital structure of the organization is provided by finding a balance between the tax savings resulting from the use of credit and the possible financial difficulties associated with an increase in the proportion of debt capital. The paper studies the option of the impact of capital structure management tools to business processes of an economic entity in order to

improve the overall efficiency of its operation. The authors draw a conclusion about the need for competent accounting maintenance costs of borrowed capital in scaling up activities.

**Keywords:** capital, sources of financing, equity, loan capital, debt capital, financial results, management tools.

Формирование различных подходов к оптимизации структуры капитала базируется на следующих теоретических концепциях: традиционалистской, индифферентности, компромиссной и противоречия интересов.

Традиционалистская концепция учитывает при оптимизации структуры капитала различную стоимость его элементов. Основоположники и последователи данной концепции исходят из гипотезы о том, что стоимость собственного капитала превышает стоимость заемного капитала организации.

Приверженцы концепции индифферентности структуры капитала исследуют взаимодействие механизма ее формирования и эволюции рыночной стоимости организации с механизмом функционирования рынка капитала в целом. Они считают, что на такие факторы, как средневзвешенная стоимость капитала и рыночная стоимость фирмы не оказывает никакого влияния структура капитала, следовательно, проведение оптимизации последней по данным критериям невозможно. Концептуальный подход обоснован в 1958 г. американскими учеными Ф. Модильяни и М. Миллером [1].

В основе компромиссной концепции лежит предпосылка о том, что на формирование структуры капитала влияет совокупность противоречивых факторов, которые определяют баланс доходности и риска, и поэтому при построении оптимальной структуры учитывается компромиссное соотношение их взаимодействия. Концепция основана на научных работах М. Миллера, Х. Де-Анжело, Р. Масюлиса, Дж. Уорнера, которые в отличие от предшественников включают в механизм структурной организации капитала комплекс реальных рыночных и экономических условий [2].

Концепция противоречия интересов, основоположниками и сторонниками которой являются Д. Галей, М. Гордон, М. Дженсен, Р. Мазулис, С. Майерс, У. Меклинг и др., сформирована на постулатах о конфликте интересов и степени ин-

формационной открытости субъектов механизма управления капиталом. Стремление к нивелированию конфликтных ситуаций может вызвать рост стоимости некоторых элементов капитала. В результате процесс структурной оптимизации нуждается в непрерывной корректировке за счет использования критерия средневзвешенной стоимости капитала и, как следствие, рыночной стоимости фирмы. По сравнению с компромиссной концепцией данный подход позволяет расширить сферу использования на практике за счет включения факторов, обуславливающих разрешение противоречий [3].

Содержание рассматриваемой концепции противоречия охватывает ряд теорий, основными из которых являются: теория асимметричности информации, сигнализирования, мониторинговых затрат. Кратко охарактеризуем их сущность.

Асимметричность информации означает, что рынок капиталов не совершенен в своих проявлениях в контексте недостаточной информационной открытости на протяжении всего периода функционирования. Ввиду этого рынок порождает информационную асимметрию для различных групп участников при построении сценариев развития фирмы. Как следствие, формируются неравнозначные оценки соотношения «доходность — риск» при осуществлении финансово-хозяйственной деятельности, а также затрудняется процесс оптимизации структуры капитала. Менеджеры фирмы имеют доступ к более качественной информации по сравнению с инвесторами и кредиторами, что не позволяет последним адекватно формулировать требования к уровню доходности капитала. Равный уровень информационного обеспечения между тем давал бы возможность детально учитывать все аспекты, связанные с оценкой фактического финансового состояния фирмы и возможных направлений ее дальнейшего развития.

Логическим продолжением и совершенствованием теории асимметричной информации выступает так называемая «сигнальная теория», в соответствии с

которой рынок капиталов сигнализирует кредиторам и инвесторам о возможных сценариях развития фирмы с учетом рыночной стратегии менеджеров. В случае благоприятного исхода событий усилия менеджеров направляются на удовлетворение дополнительных потребностей в ресурсах за счет заемных источников. При этом прогнозируемый объем дополнительного дохода принадлежит прежним собственникам, создавая предпосылки значительного повышения рыночной стоимости фирмы. Если же реализуется пессимистический сценарий развития, то менеджеры для удовлетворения дополнительной потребности вынуждены рассчитывать на мобилизацию внешних источников финансирования собственного капитала посредством привлечения новых инвесторов, что позволит распределить между участниками предстоящие убытки. Использование инвесторами и кредиторами положений сигнальной теории способствует выработке оптимального решения о формировании структуры капитала фирмы в условиях информационной асимметрии.

В основе теории мониторинговых затрат, или расходов на осуществление контроля, лежит разница в интересах и уровне информированного обеспечения собственников и кредиторов фирмы. В круг требований кредиторов фирмы входит организация собственного контроля за обеспечением возврата ссужаемой стоимости и эффективностью использования кредитных ресурсов в хозяйстве заемщика. По мнению кредиторов, ставка процента за кредит должна включать затраты на мониторинг, а поэтому расходы по контролю берут на себя собственники фирмы. Понятно, что между объемом заемного капитала и уровнем мониторинговых затрат существует прямо пропорциональная зависимость. То есть расходы на осуществление контроля, подобно издержкам банкротства организации, возрастают при увеличении доли заемного капитала, что является причиной роста средневзвешенной стоимости капитала, а следовательно, приводит к уменьшению рыночной стоимости фирмы. Таким образом, мониторинговые затраты препятствуют росту эффективности использования заемного капитала, что целесообразно учитывать при оптимизации структуры капитала [4].

В широком смысле структура капитала организации представляется зарубежными и отечественными учеными-экономистами как соотношение собственного и заемного капитала. В современной экономической науке преобладает мнение, что эти составляющие также имеют сложную структуру и должны включать все виды собственного и заемного капитала организации. Современная трактовка экономической категории «структура капитала» расширяет область использования теоретических аспектов в практической деятельности фирмы, поскольку учитывает специфику организаций среднего и малого бизнеса. Кроме того, такой концептуальный подход уточняет взаимосвязь между оценками эффективности использования капитала и активов, в которые он инвестирован. Однако при этом меньше внимания уделяется оценке роли структуры капитала в стимулировании повышения эффективности использования активов фирмы в целом [5].

Целью управления структурой капитала является оптимизация соотношения между его основными элементами — собственным и заемным капиталом, источниками их формирования. Суть процессов производства и реализации, осуществляемых субъектами хозяйствования, состоит в эксплуатации имеющихся в их распоряжении внутренних (собственных) и внешних (заемных и привлеченных) источников финансирования (рисунок 1).

В составе собственного капитала в соответствии с представленным выше определением необходимо исследовать первоначально инвестированный капитал (акционерный, паевой и т.д.), а также накапливаемую его часть в форме подлежащей распределению прибыли, фондов и резервов.

Имеющиеся в распоряжении хозяйствующего субъекта собственные ресурсы распределяются на финансирование производственной и непроизводственной деятельности. Преобладающая часть собственного капитала направлена на стимулирование операционной деятельности как определяющей финансовый результат. Непроизводственная деятельность обеспечивает возможность функционирования организации и формирование инфраструктуры производства.



**Рисунок 1. Схема формирования и использования капитала организации**

В случае недостаточности собственных источников финансирования капитала на покрытие предстоящих затрат целесообразно использование организацией внешних источников финансирования для оснащения производственно-технологических процессов посредством приобретения дополнительных объектов основных и оборотных средств. Как результат возможен рост масштабов бизнеса и производственного потенциала. Заемный капитал рассматривается в формах банковского и хозяйственного кредита, различных займов, лизинга, факторинга, привлечения ресурсов на фондовом рынке и т.п.

В основе принятия решений по управлению структурой капитала и прибылью лежит классическая концепция стоимости капитала, которая исходит из принципа платности всех источников финансирования, мобилизация и обслуживание которых обходятся организации не одинаково.

Фирма несет относительные расходы за использование различных источников финансирования. Так, если собственный капитал акционерного общества представляет собой совокупность долей ее участников, то цена капитала складывается из суммы дивидендных выплат. Цена различных элементов собственного капитала различна и подвержена колебаниям в зависимости от влияния факторов внешней и внутренней среды. Логично стремление организации к повышению эффективности использования капитала путем привлечения ресурсов сравнительно невысокой стоимости. Рациональное сочетание долей капитала способствует росту рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности организации.

В процессе управления стоимостью компоненты капитала дифференцируются по источникам привлечения: эмиссия акций, получение банковского кредита,

эмиссия облигаций, нераспределенная прибыль, финансовый лизинг и т.д.

Эмиссионная политика акционерного общества является составляющей общей политики управления собственным капиталом. Цель эмиссионной политики — привлечение на рынке ценных бумаг собственных финансовых ресурсов в объеме, соответствующем стратегическим задачам развития организации.

Стоимость привлеченного акционерного капитала оценивается по следующим критериям: прогнозируемый уровень дивидендов, определяемый на основе дивидендной политики; затраты по обслуживанию эмиссии и первичного размещения акций, приведенные к среднегодовому размеру. Исчисленная цена привлеченного капитала сравнивается с фактической средневзвешенной ценой капитала и средним уровнем процентных ставок на рынке. На этой основе принимается решение об эмиссии акций.

Облигация как инструмент долгосрочного заемного финансирования закрепляет права облигационера на возврат организацией-эмитентом в обусловленный договором срок основного долга, обозначенного на номинале ценной бумаги, и суммы процентных выплат. Стоимость облигационного займа оценивается исходя из условий выпуска ценных бумаг. При этом в качестве элементов расчета выступают ставки процентов по облигациям и налога на прибыль, а также доля эмиссионных расходов в общем объеме эмиссии. Как правило, таким инструментом привлечения капитала как облигационный займ пользуются преимущественно крупные высокорентабельные акционерные общества. Комбинированный метод финансирования, при котором наряду с долгосрочным заемным капиталом участвуют и собственные средства компаний удельным весом в размере 40—50% от объема реальных инвестиций, применяется при реализации масштабных инвестиционных и инновационных проектов.

Кредит, или привлекаемые организацией заемные денежные средства на рынке ссудного капитала, осуществляется в формах проектного финансирования, ипотечного кредитования, открытия кредитных линий. Разнообразие форм и условий привлечения банковских ссуд обуслови-

вает необходимость эффективного управления процессом привлечения. Критерий такой эффективности заложен в механизме финансового левириджа и предполагает положительное значение величины дифференциала.

Политика привлечения долгосрочных заемных ресурсов заключается в выборе наиболее эффективных с точки зрения структуры капитала форм и условий привлечения кредитных ресурсов из различных источников в соответствии со стратегией развития организации.

Наиболее часто используемыми инструментами краткосрочного заемного финансирования являются онкольный, ломбардный, вексельный и коммерческий кредиты; овердрафт; факторинг.

При определении максимального объема заемного капитала следует учитывать предельно допустимое значение финансового левириджа и необходимый уровень финансовой устойчивости организации. Фирма, не использующая заемный капитал, с одной стороны, характеризуется высокой степенью финансовой устойчивости, а с другой, — ограниченными возможностями наращивания темпов развития и повышения уровня рентабельности собственных средств. Заемный капитал в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры выступает в качестве дополнительного источника финансирования активов организации. Наращивание заемного капитала в пределах, ограниченных значением финансового левириджа, позволяет значительно увеличить масштабы деятельности фирмы, повысить эффективность отдачи собственного капитала, стимулировать создание целевых фондов организации, что в конечном итоге направлено на рост ее рыночной стоимости [6].

Оценка стоимости заемного капитала, привлекаемого в виде внешнего и внутреннего финансирования, проводится в разрезе его форм, источников и с учетом взвешенной стоимости элементов. На основе результатов оценки вырабатываются обоснованные управленческие решения по поводу выбора новых источников финансирования.

Конечной целью эксплуатации капитала в ходе финансово-хозяйственной деятельности организации является получение прибыли. Разница между доходами и

расходами формирует налогооблагаемую прибыль организации, которую также можно представить в виде суммы чистой прибыли и налоговых обязательств. Это предоставляет менеджменту фирмы возможность управлять налоговыми обязательствами в рамках действующего законодательства на основе выбора метода налогообложения, подходящего типа учетной и дивидендной политики.

В зависимости от принятой политики складывается механизм распределения прибыли организации, предусматривающий определенную последовательность действий.

На первом этапе сумма чистой прибыли уменьшается на величину обязательных отчислений в резервный и другие фонды специального назначения в соответствии с уставом организации. «Очищенная» сумма чистой прибыли характеризует так называемый «дивидендный коридор», в рамках которого формируется дивидендная политика [7].

На втором этапе осуществляется распределение оставшейся части чистой прибыли на цели капитализации и потребления. В случае выбора организацией остаточного типа дивидендной политики, то на данном этапе создается также фонд производственного развития.

Для третьего этапа характерно формирование фондов дивидендных выплат и потребления персонала организации. Последний предусматривает дополнительное материальное стимулирование и удовлетворение социальных нужд работников. Условиями представленного распределения являются принятый тип политики и обязательства акционерного общества, предусмотренные коллективным договором.

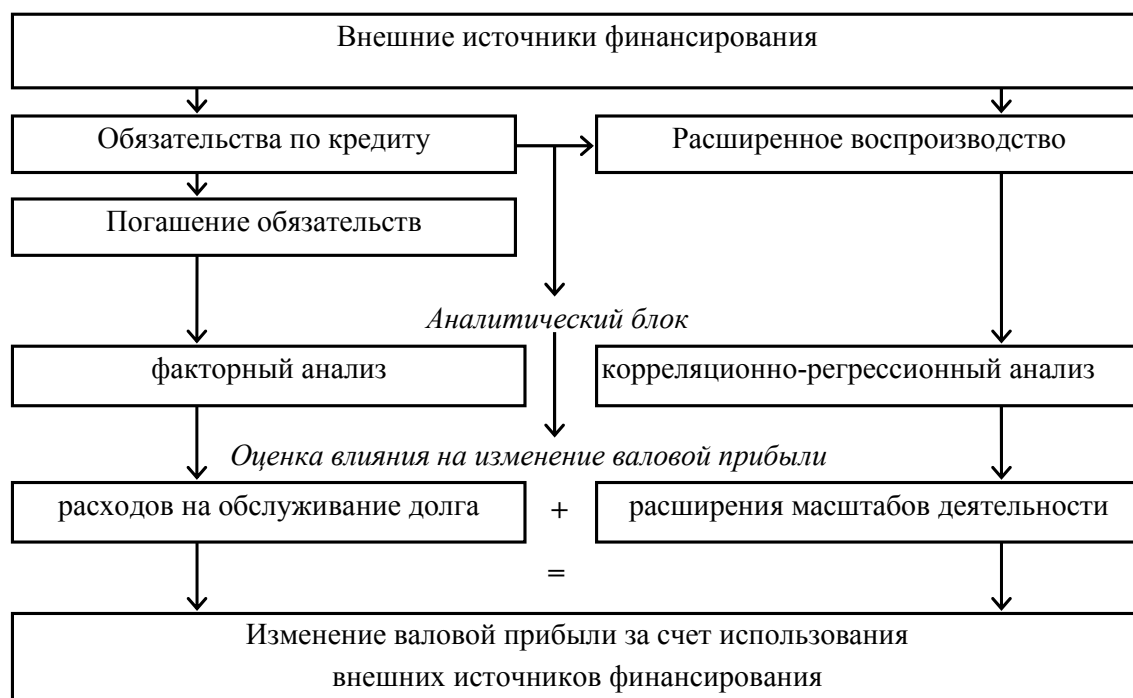
В ходе четвертого этапа определяются форма и величина дивидендных выплат. Основными формами являются: выплата наличными деньгами, акциями, реинвестирование в дополнительные акции. По решению общего собрания акционеров из чистой прибыли организации собственникам выплачиваются дивиденды. Следовательно, стоимость собственного капитала в части доли простых акций определяется организацией самостоятельно. Ее размер не оказывает влияния на величину налогооблагаемой и валовой прибыли [7].

Эффективность финансирования деятельности фирмы зависит от стоимости внешних финансовых ресурсов и источников покрытия возможных затрат. Поэтому средства на погашение задолженности по кредиту организация извлекает из собственных и заемных финансовых ресурсов. В случае реализации коммерческих и процентных рисков источником оплаты ресурсов внешнего финансирования могут служить средства, полученные в результате эксплуатации собственных ресурсов.

Таким образом, предлагаемый подход может быть использован при оптимизации управления структурой капитала посредством дифференциации воздействий на хозяйственные процессы. Однако необходимо отметить, что использование методики затруднено при оценке результативности внешнего финансирования для целей осуществления выплат собственникам. При выборе альтернативных источников финансирования для расчета ожидаемого эффекта привлечения капитала целесообразно использование инструментария прогнозирования. А применение вышеупомянутой методики финансового левериджа позволит оценить оптимальность структуры в целом.

Одной из характеристик финансового результата организации является его возможная вариативность в процессе выделения чистой прибыли из состава валовой. Выбор в качестве функции показателя валовой прибыли объясняется независимостью расходов на обслуживание займа от деятельности фирмы, поскольку они входят в состав валовой прибыли, а их характер полностью определяется программой и договором кредитования. Организация влияет на процесс формирования чистой прибыли, а следовательно, и на конечный финансовый результат (рисунок 2).

Таким образом, управление капиталом посредством использования внешних источников финансирования деятельности организации позволяет повысить ее результативность. Эффект повышается при разделении объекта воздействия на чистую и валовую прибыль. Это определяется природой воздействия дополнительных ресурсов на финансово-хозяйственные процессы. Кроме того, оценка влияния должна сопровождаться прогнозными



**Рисунок 2. Изменение валовой прибыли организации как результат внешних финансовых вливаний**

расчетами, учитывающими потенциальные изменения масштабов деятельности, ресурсного потенциала и затрат на обслуживание заемных ресурсов.

#### Примечания:

1. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. June. P. 261-297.
2. Modigliani F., Miller M.H. Taxes and the Cost of Capital: A Correction // American Economic Review. 1963. June. P. 433-443.
3. Долан Э., Линдсей Д. Рынок: микроэкономическая модель: пер. с англ. / под общ. ред. Б.С. Лисовика, В.В. Лукашевича. СПб., 1992. 496 с.
4. Макконелл К., Брю С. Экономикс. 14-е изд. М.: ИНФРА-М, 2002. 983 с.
5. Сысоева Е.Ф. Финансовые ресурсы и капитал организаций: автореф. дис. ... д-ра экон. наук. Волгоград, 2008. 48 с.
6. Мартынова В.С. Заемный капитал как фактор формирования стоимости компании: автореф. дис. ... канд. экон. наук. М.: Финансовый университет при Правительстве РФ, 2013. 24 с.
7. Латышева Л.А., Карслиев Р.Г., Арутюнян А.С. Теоретические аспекты определения эффективности предпринимательской деятельности в аграрной сфере экономики // Предпринимательство. 2010. № 1. С. 114-120.

#### References:

1. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. June. P. 261-297.
2. Modigliani F., Miller M.H. Taxes and the Cost of Capital: A Correction // American Economic Review. 1963. June. P. 433-443.
3. Dolan E., Lindsay D. Market: microeconomic model. Trans.from English. / Under gener. ed. of B.S. Lisovik and V.V.Lukashevich. SPb., 1992. 496 p.
4. McConnell K., Brue S. Economics. 14th ed. M.: «INFRA-M», 2002. 983 p.
5. Sysoeva E.F. Financial resources and capital of the companies: Author's summary of dissertation for Candidate of Economics degree. Volgograd 2008. 48 p.
6. Martynova V.S. Loan capital as a factor of the cost of the company: Author's summary of dissertation for Candidate of Economics degree. M., 2013.24 p.
7. Latysheva L.A., Karsliev R.G., Arutyunyan A.S Theoretical Aspects of business efficiency in the agrarian sector of economy // Entrepreneurship. 2010. № 1. Pp. 114-120.