

Вестник Евразийской науки / The Eurasian Scientific Journal <https://esj.today>

2024, Том 16, № s2 / 2024, Vol. 16, Iss. s2 <https://esj.today/issue-s2-2024.html>

URL статьи: <https://esj.today/PDF/59FAVN224.pdf>

5.2.3. Финансы (экономические науки)

Ссылка для цитирования этой статьи:

Воробьева, Ю. В. Влияние структуры капитала на стоимость компании / Ю. В. Воробьева // Вестник евразийской науки. — 2024. — Т. 16. — № s2. — URL: <https://esj.today/PDF/59FAVN224.pdf>

For citation:

Vorobyova Yu.V. The impact of capital structure on company value. *The Eurasian Scientific Journal*. 2024;16(s2): 59FAVN224. Available at: <https://esj.today/PDF/59FAVN224.pdf>. (In Russ., abstract in Eng.)

УДК 336

Воробьева Юлия Витальевна

ФГБОУ ВО «Тамбовский государственный университет имени Г.Р. Державина», Тамбов, Россия
E-mail: forget2001yla@mail.ru

Влияние структуры капитала на стоимость компании

Аннотация. Исследуемая тема посвящена анализу влияния структуры капитала на стоимость компаний, актуальность которой не утрачивается на протяжении многих лет в области корпоративных финансов и экономики. Рассматриваются теории структуры капитала, включая торговую модель капитальной структуры, парадокс стоимости долга, а также влияние налоговых эффектов. Структура капитала, определяемая как соотношение между долговыми обязательствами и собственным капиталом компании, оказывает значительное воздействие на её общую стоимость, что подтверждается многочисленными исследованиями, начиная с классических трудов. Указывается критическая роль структуры капитала, которая определяется соотношением долга и собственного капитала компании, в определении её общей стоимости. Тема изучается через призму исторической эволюции взглядов на этот вопрос, начиная с теорий Модильяни и Миллера, предполагающих отсутствие влияния структуры капитала на стоимость компании в идеальных рыночных условиях, до современных исследований, подчеркивающих важность макроэкономических условий и промышленных особенностей. Исследование охватывает различные подходы к структуре капитала, такие как торговая модель капитальной структуры, эффекты налогов и банкротства и психологические аспекты в решениях о капитале. Основной целью работы является анализ влияния структуры капитала на стоимость компании с использованием методов индукции, дедукции, обобщения и сравнения. Также задачей исследования ставится анализ теоретических аспектов и оценка стоимости компании в зависимости от её капитальной структуры, а также исследование научных и практических примеров, которые демонстрируют эту связь. Публикация содержит систематизированный подход к изучению комплексной темы стоимости капитала и разрабатывает основу для дальнейших исследований предметной области.

Ключевые слова: структура капитала; стоимость компании; долговое финансирование; рыночная стоимость; корпоративная финансовая стратегия; заемные средства; стоимость капитала; оптимальное соотношение капитала

Введение

Актуальность исследования. Тема влияния структуры капитала на стоимость компании занимает ключевое место в исследованиях корпоративных финансов и экономики. Структура

капитала, представляющая собой соотношение долговых обязательств к собственному капиталу организации, относится к важнейшим факторам, определяющим рыночную оценку предприятия. Начиная с 1958 года, когда Модильяни и Миллер опубликовали свои революционные работы, утверждавшие в рамках идеальных рыночных условий нейтральность структуры капитала по отношению к стоимости компании, научное сообщество не перестаёт обсуждать и развивать эту идею, пытаясь адаптировать теоретические постулаты к реалиям меняющегося экономического контекста.

С тех пор было разработано множество теорий, каждая из которых вносит свой вклад в понимание сложных взаимосвязей между риском, финансированием и стоимостью предприятия. Важными аспектами в этом вопросе являются торговая модель капитальной структуры, парадокс стоимости долга, эффекты налогов и банкротства, а также психологические и рыночные факторы, влияющие на решения менеджмента относительно структуры капитала.

Современные исследования также подчеркивают влияние макроэкономических условий и индустриальных особенностей на выбор структуры капитала и её воздействие на корпоративные финансы. В данном введении мы обсудим основные теоретические подходы к структуре капитала, а также рассмотрим, как различные из них могут быть применены для объяснения изменений в оценке стоимости компаний на практике.

Объект исследования — структура капитала компаний

Предмет исследования — взаимосвязь между структурой капитала и стоимостью компаний на примере отечественных и зарубежных компаний различных отраслей.

Цель исследования — анализ влияния структуры капитала на стоимость компании.

1. Методы и материалы

В ходе написания научной статьи автор обращался к следующим методам: индукция, дедукция, обобщение, сравнение, факторный анализ.

Для достижения поставленной цели в работе были поставлены следующие задачи:

1. Изучить теоретические аспекты концепции структуры капитала и её влияния на стоимость компании.
2. Проанализировать существующие методологии оценки стоимости компании в зависимости от структуры капитала.
3. Исследовать научные работы и практические примеры, демонстрирующие связь между структурой капитала и стоимостью компании.
4. Сформулировать предложения по оптимизации структуры капитала для повышения стоимости компаний.

Теоретическую основу исследования составили публикации следующих авторов: В.А. Черненко [1], А.А. Камболова [2], Л.А. Челякова [3], А.А. Филиппов [4], Х.А. Хасиева [5], А.К. Шындаулетова [6], А.Л. Лавлинская [7], Э.С. Бабоян [8].

Основу данного исследования составили научные работы российских специалистов в области финансов, аналитические данные и официальные ресурсы сети Интернет.

2. Результаты и обсуждения

У каждой компании должен быть капитал, чтобы вести финансово-хозяйственную деятельность. Но среди ученых нет единого мнения о сущности капитала, так же многообразен и понятийный аппарат по данному вопросу. По мнению Д. Колдуэлла, Б. Нидлза, Х. Андерсона, под капиталом компании понимают совокупность экономических ресурсов, которыми распоряжаются ее собственники. Данные ресурсы состоят из денежных и материальных ценностей, а также из нематериальных активов.

Капитал можно описать как совокупное выражение стоимостных ресурсов, вложенных в создание активов разной природы — от денежных средств до материальных и нематериальных объектов. Исследователь И.А. Бланк предложил универсальное определение капитала, рассматривая его в качестве запаса экономических благ, которые принимают форму капитальных товаров и денег. Данные ресурсы привлекаются собственниками для участия в экономическом процессе, играя роль инвестиционного актива и производственного фактора, целью которого является получение дохода. Один из ключевых аспектов управления капиталом — выбор его структуры, что является центральной темой в теории структуры капитала. В этом контексте проводится анализ стоимости различных типов капитала и их оптимальное сочетание в структуре. Идеальная структура капитала позволяет достичь максимальной рыночной оценки компании. Теория структуры капитала направлена на нахождение такого сочетания ресурсов, которое будет оптимальным. Все основные подходы и теории, связанные со структурой капитала, иллюстрируются на рисунке 1.

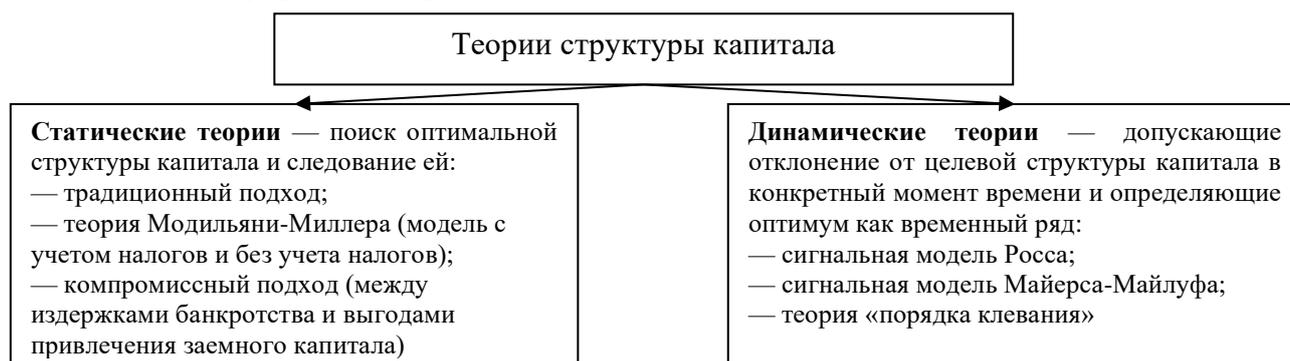


Рисунок 1. Основные теории структуры и стоимости капитала (составлено автором на основе [9])

Таким образом, основные теории структуры капитала предполагают определение оптимальной структуры капитала или определение оптимального отклонения от требуемой структуры капитала. Рассмотрим состав источников финансирования предпринимательской деятельности и охарактеризуем основные его компоненты, которые будут использованы в дальнейшем для расчета цены источников финансирования, эффекта финансового рычага и оптимизации структуры данных источников. По происхождению источники финансирования делятся на собственные (лица, предоставляющие данные источники, являются собственниками фирмы) и привлеченные [9].

Собственный капитал компании является ключевым показателем, отражающим стоимость активов, которые остаются в ее распоряжении после погашения всех обязательств перед кредиторами. Этот финансовый показатель может быть оценен различными способами: по стоимости, указанной в бухгалтерском балансе, по текущей рыночной стоимости активов или по стоимости, которая могла бы быть получена в случае ликвидации компании. Структура собственного капитала включает в себя несколько основных компонентов, таких как уставный капитал, накопленный капитал и целевые финансирования. Уставный капитал формируется из вложений учредителей и предназначен для поддержания деятельности компании в

соответствии с ее уставными задачами. В зависимости от формы собственности структура уставного капитала может отличаться. Так, акционерные общества формируют его из номинальной стоимости выпущенных акций, а общества с ограниченной ответственностью — из долей, внесенных их участниками [10]. В государственных и муниципальных учреждениях капитал может быть создан за счет имущества, предоставленного организации на правах хозяйственного ведения.

Статические теории структуры капитала обладают высокой популярностью среди экспертов и практиков по всему миру из-за их способности обосновывать методы оптимального распределения капитала для повышения его стоимости. Данные теории подчеркивают значимость выбора подходящего источника финансирования для компании, предлагая стремиться к оптимальной структуре капитала. В ряду статических теорий выделяются традиционная теория и теория Модильяни-Миллера. Они исследуют, как влияние заемных средств может изменить общую стоимость организации. Традиционная теория утверждает, что для достижения оптимальной структуры капитала необходимо найти баланс между налоговыми выгодами, получаемыми за счет использования заемных средств, и рисками, связанными с потенциальным банкротством компании в случае невозможности выплатить долги [10].

Данная теория считает, что с ростом эффекта финансового рычага происходит рост прибыли. Причем на рынке реагировать сразу не будут на увеличение риска вложений в компанию с ростом заемного капитала, а в дальнейшем стоимость капитала будет расти все в большей и большей степени.

В теории считают, что заемный капитал дешевле собственного капитала, так как его использование является менее рискованным [11]:

$$K_d < K_s, \quad (1)$$

где K_d — стоимость заемного капитала; K_s — стоимость собственного капитала.

В основе традиционной теории структуры капитала лежит тезис о том, что на рынке компания с заемным капиталом может иметь более высокую стоимость, чем компания, которая имеет только собственные источники финансирования и краткосрочное финансирование, а долгосрочного заемного финансирования она не имеет.

Теория Модильяни-Миллера исследует условия идеального рынка, предполагая существование совершенной конкуренции. В таком мире, где отсутствуют налоги, информационные асимметрии и транзакционные издержки, а все инвесторы рациональны и однородны, выбор между заемным и собственным капиталом не влияет на стоимость компании и ее доходность. Доказательство базируется на предпосылке, что компании следуют одинаковой инвестиционной политике и могут свободно торговать своими ценными бумагами на совершенном финансовом рынке. Авторы теории подчеркивают, что при таких условиях владельцы компании становятся равнодушны к выбору структуры капитала, так как она не оказывает влияния на общую стоимость предприятия. Объяснение состоит в следующем: если заемный капитал дешевле, чем собственный, то менеджмент компании предпочтет продать часть облигаций своей компании, выкупив акции компании и заместив таким образом собственный капитал заемным; если же заемный капитал дороже собственного, то произойдет выпуск акций и выкуп облигаций соответственно. Одновременность этих процессов, происходящих у разных компаний, приведет к тому, что стоимости компаний будут совпадать на совершенном рынке. Допущения модели Модильяни — Миллера приведены на рисунке 2.

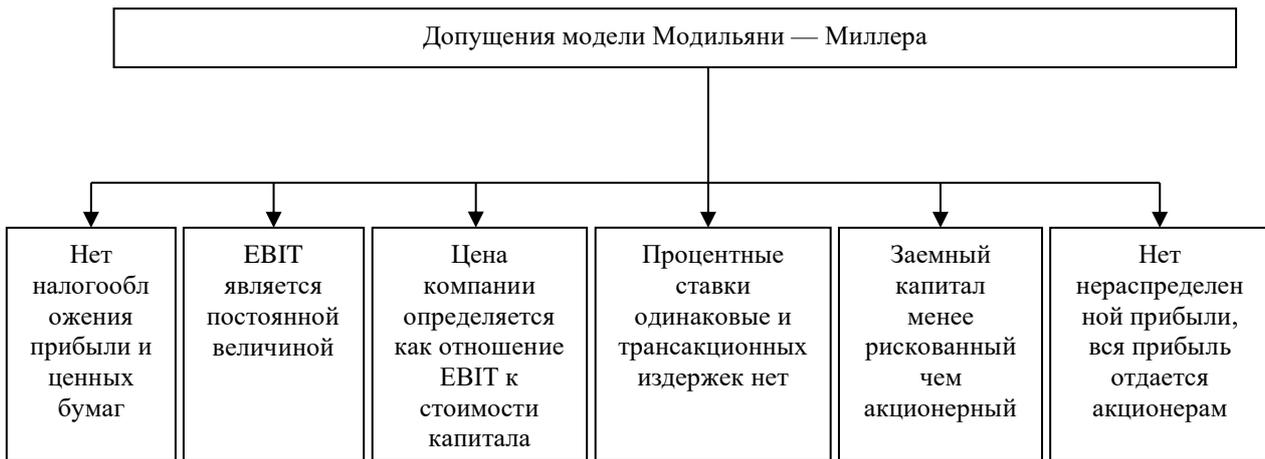


Рисунок 2. Допущения, используемые в теории структуры капитала Модильяни — Миллера (составлено автором на основе [11])

Данные допущения касаются:

- условий налогообложения прибыли и ценных бумаг;
- постоянства размера прибыли до выплаты процентов и налогов (ЕВИТ);
- равенство процентных ставок и отсутствие транзакционных издержек;
- заемный капитал считается менее рискованным, чем акционерный капитал;
- полученная прибыль вся используется для выплаты дивидендов и больше ни на какие цели (работники получают только заработную плату и не получают премий из фонда материального поощрения, финансирование развития деятельности не ведется).

В модели Модильяни — Миллера считается, что стоимость капитала на рынке не может определяться величиной заемных средств и при отсутствии всякого эффекта финансового рычага может быть определена по следующей формуле:

$$V = \frac{\text{Дивиденды} + \text{Нераспределенная прибыль} + \% \text{ к уплате}}{k} = \frac{EВИТ}{Ks_0}, \quad (2)$$

где Ks_0 — требуемая доходность на акционерный капитал.

В рамках теоретической модели, разработанной экономистами Франко Модильяни и Мертоном Миллером, получено важнейшее положение о том, что изменение структуры капитала компании, а именно соотношения между заемными и собственными средствами, не влияет на общую стоимость капитала или на стоимость компании. Ключевым моментом является то, что увеличение финансового рычага приводит к росту стоимости капитала, но общий финансовый эффект этого рычага, в итоге, нейтрализуется. Представленная в начальном варианте модель утверждает, что средневзвешенная стоимость капитала (WACC) остается постоянной независимо от колебаний в структуре капитала.

Однако Модильяни и Миллер также предложили модифицированную версию своей модели, которая включает в рассмотрение налоговые аспекты. Согласно этой модернизированной теории, привлечение заемных средств становится выгоднее из-за возможности уменьшения налоговой базы за счет учета процентов по кредитам до налогообложения прибыли. Это ведет к снижению налоговых отчислений, что позитивно сказывается на денежном потоке компании. Как следствие, возможно увеличение общей стоимости капитала компании, учитывая налоговую экономию. Данный аспект позволяет

компаниям эффективно использовать финансовый рычаг, оптимизируя свою налоговую нагрузку и тем самым увеличивая чистый денежный поток:

$$V = V_0 + D \times t, \quad (3)$$

где V — стоимость компании, которая привлекает заёмный капитал; V_0 — стоимость компании с полным финансированием за счет собственного капитала; t — ставка налога на прибыль.

Когда организация использует финансовый рычаг, то есть увеличивает объем заемных средств в своем капитале, стоимость собственного капитала как правило возрастает. Но так как проценты по заемным средствам могут быть вычтены из налогооблагаемой базы, это уменьшает общую налоговую нагрузку на организацию. В итоге, увеличение доли более дешевых, потому что налогово-эффективных, заемных средств приводит к уменьшению средневзвешенной стоимости капитала. Это означает, что компания, активно использующая заемные средства, может иметь более низкую общую стоимость капитала по сравнению с той, которая полагается исключительно на собственные средства:

$$WACC = kd * (1 - t) * \frac{D}{V} + ks * \frac{S}{V}. \quad (4)$$

Учет налогов в экономической модели оказывает весомое воздействие на выбор стратегий инвесторами. Существует интересный парадокс: в идеальных условиях рынка, при обложении прибыли налогом и наличии налогового щита, теоретически максимальная оценка стоимости компании достигается тогда, когда доля собственного капитала равна нулю. Однако, практически такая ситуация нереализуема, поскольку невозможно увеличить долю заемного капитала до ста процентов.

Согласно компромиссной теории, баланс между преимуществами налогового щита, который позволяет компаниям включать проценты по заемным средствам в расходы, и рисками банкротства определяет идеальное соотношение между заемным и собственным капиталом. Введение в эту модель затрат на привлечение дополнительного заемного капитала, а также издержек, связанных с вероятностью банкротства, меняет динамику стоимости капитала в зависимости от увеличения уровня заимствований. По мере роста доли заемного финансирования повышается стоимость как акционерного, так и собственного капитала компании, что ведет к увеличению средневзвешенной стоимости капитала или WACC. Такие изменения заставляют компании тщательно взвешивать плюсы и минусы перед принятием решений о заимствованиях.

Стоимость управления компанией, основанной на компромиссной модели, превышает стоимость управления компанией, полностью финансируемой за счет собственных средств, на сумму налоговых выгод, сниженную на затраты, связанные с риском банкротства [11]:

$$V_D = V_0 + ТОНЭ - ТОИБ, \quad (5)$$

где V_0 — стоимость компании, которая финансируется за счет собственного капитала; ТОНЭ — текущая оценка налоговой экономии; ТОИБ — текущая оценка издержек банкротства.

Компромиссная модель структуры капитала предполагает, что оптимальное соотношение между заемным и собственным капиталом компании достигается, когда предельная стоимость капитала равняется предельному эффекту его финансового рычага. Данная модель делает вывод, что ни полное использование заемного капитала, ни исключительное финансирование за счет собственных средств не является оптимальным выбором. Основные принципы формирования целевой структуры капитала можно увидеть на рисунке 3.



Рисунок 3. Условия достижения целей по структуре капитала (составлено автором на основе [11])

Основное преимущество классической модели заключается в ее способности учитывать взаимозависимость между финансовыми рисками и структурой капитала организации. Также, эта модель подчеркивает значимость налоговых льгот как инструмента для формирования оптимальной структуры капитала предприятия. Однако традиционная модель не лишена недостатков. Она исходит из предположения, что структура капитала компаний в одной отрасли однородна, что часто не соответствует действительности. К тому же, в ней недооценивается влияние рыночных условий на структуру капитала, что может привести к неточностям в стратегическом планировании и управлении рисками.

Выводы

Таким образом проведенное исследование позволяет сформировать следующие выводы в соответствии с поставленными задачами:

Исследование показало, что структура капитала — ключевой элемент в управлении корпоративными финансами, который определяет соотношение между долговыми обязательствами и собственным капиталом компании. Основные теоретические подходы, начиная с работ Модильяни и Миллера, подчёркивают различные аспекты влияния структуры капитала на рыночную стоимость компании, включая налоговые выгоды, риски банкротства и психологические аспекты принятия финансовых решений.

Различные методы оценки стоимости компании, такие как DCF (дисконтированный денежный поток), мультипликаторы EBITDA и другие, указывают на то, что изменения в структуре капитала могут влиять на оценочные показатели. Было выявлено, что доступ к дешёвым кредитам увеличивает стоимость компании за счёт эффекта финансового рычага, однако увеличение доли заемных средств повышает и риск банкротства.

Анализ практических примеров и научных работ показал, что оптимальная структура капитала значительно различается в зависимости от отраслевых особенностей, макроэкономических условий и индивидуальной ситуации компании. Например, компании с высокой стабильностью денежных потоков могут эффективно использовать более высокую долю заемных средств, тогда как для стартапов или компаний в высокорисковых сегментах рынка предпочтительнее большая доля собственного капитала.

Для повышения стоимости компании предложено проводить регулярный анализ структуры капитала и её соответствия текущим рыночным условиям и корпоративным стратегиям. Конкретные рекомендации включают учёт налоговых выгод от заемного финансирования, минимизацию рисков через разумное сочетание долгов и акционерного капитала, а также использование гибких инструментов финансирования, чтобы оптимизировать капитальные затраты.

Настоящее исследование подчёркивает сложность и многогранность вопроса влияния структуры капитала на стоимость компании, подкрепляя необходимость индивидуализированного подхода к каждой уникальной ситуации.

ЛИТЕРАТУРА

1. Черненко, В.А. Российская и международная практика формирования структуры капитала: влияние на стоимость компании / В.А. Черненко, А.Н. Буров // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. — 2019. — № 1(115). — С. 38–42. — EDN YWVTNJ.
2. Камболова, А.А. Влияние структуры капитала (финансовой устойчивости) на стоимость компании / А.А. Камболова // Вопросы устойчивого развития общества. — 2019. — № 4. — С. 49–52. — EDN GEXJNN.
3. Челякова, Л.А. Влияние структуры капитала и дивидендной политики на стоимость компании / Л.А. Челякова // Инновации. Наука. Образование. — 2021. — № 46. — С. 1226–1233. — EDN JRDTXE.
4. Филиппов, А.А. Влияние цены и структуры капитала на рыночную стоимость компании / А.А. Филиппов, Г.А. Хроменкова // Инновационная наука. — 2023. — № 2-2. — С. 65–67. — EDN SZBUZA.
5. Хасиева, Х.А. Влияние структуры капитала на стоимость компании / Х.А. Хасиева, М.М. Якубова // Экономика: вчера, сегодня, завтра. — 2023. — Т. 13, № 9-1. — С. 494–499. — DOI 10.34670/AR.2023.16.16.063. — EDN FPYESF.
6. Шындаулетова, А.К. Сравнительный анализ методов оценки экономической эффективности предприятия / А.К. Шындаулетова, Б.О. Казыбаев // Наука и реальность. — 2020. — № 3. — С. 41–44. — EDN СХТКРЕ.
7. Лавлинская, А.Л. Структура капитала как инструмент управления рыночной стоимостью организации / А.Л. Лавлинская, Д.С. Межонова // Теория права и межгосударственных отношений. — 2021. — Т. 2, № 8(20). — С. 490–497. — EDN THXCQI.
8. Бабоян, Э.С. Алгоритм построения оптимальной структуры капитала / Э.С. Бабоян, Т.В. Лесина // Вестник евразийской науки. — 2019. — Т. 11, № 2. — С. 7. — EDN AUNSBЕ.
9. Красильникова, Е.В. Влияние структуры собственности и совета директоров на результативность, финансирование, environmental, social, governance / Е.В. Красильникова // Финансы и кредит. — 2023. — Т. 29, № 10(838). — С. 2292–2313. — DOI 10.24891/fc.29.10.2292. — EDN YAIPMA.
10. Касимова, Д.М. Оптимизация структуры капитала предприятия / Д.М. Касимова // Наука: общество, экономика, право. — 2020. — № 2. — С. 50–55. — DOI 10.34755/IROK.2020.55.99.048. — EDN NJOBFT.
11. Шнайдер, О.В. Определение стоимости бизнеса экономического субъекта: теоретические аспекты / О.В. Шнайдер, О.Н. Земскова // Экономические науки. — 2023. — № 223. — С. 354–357. — DOI 10.14451/1.223.354. — EDN AGMJEU.

Vorobyova Yulia Vitalievna

Tambov State University named after G.R. Derzhavin, Tambov, Russia
E-mail: forget2001yla@mail.ru

The impact of capital structure on company value

Abstract. The topic under study is devoted to the analysis of the influence of capital structure on the value of companies, the relevance of which has not been lost for many years in the field of corporate finance and economics. Theories of capital structure are reviewed, including the trading model of capital structure, the cost of debt paradox, and the impact of tax effects. Capital structure, defined as the ratio between debt and equity of a company, has a significant impact on its overall value, which is confirmed by numerous studies, starting with classic works. The critical role of the capital structure, which is determined by the ratio of debt and equity of the company, in determining its total value is indicated. The topic is examined through the lens of the historical evolution of views on this issue, from the theories of Modigliani and Miller, which assume that capital structure does not influence the value of the company in ideal market conditions, to modern research, emphasizing the importance of macroeconomic conditions and industrial characteristics. The study covers various approaches to capital structure, such as the trading model of capital structure, the effects of taxes and bankruptcy, and psychological aspects in capital decisions. The main goal of the work is to analyze the impact of capital structure on the value of the company using the methods of induction, deduction, generalization and comparison. The research also aims to analyze theoretical aspects and assess the value of a company depending on its capital structure, as well as study scientific and practical examples that demonstrate this connection. The publication provides a systematic approach to studying the complex topic of the cost of capital and develops a basis for further research in the subject area.

Keywords: capital structure; company value; debt financing; market price; corporate financial strategy; borrowed funds; cost of capital; optimal capital ratio