

УДК 338.27:330.43

ВЗАИМОЗАВИСИМОСТЬ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И СТАДИИ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА ПРОИЗВОДСТВЕННОЙ КОМПАНИИ

Титов В.А., Долгополов А.А.

ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»,
Москва, e-mail: vtitov213@yandex.ru

Статья посвящена актуальному вопросу формирования оптимальной структуры капитала производственной компании в соответствии с ее жизненным циклом с целью обеспечения устойчивости рыночной деятельности без значительных потерь доходности от деятельности компании на протяжении всего периода существования компании. Приведены два базовых подхода, которые можно использовать для решения поставленного вопроса. Описаны этапы жизненного цикла компании и критерии их определения. Дана краткая характеристика приоритетных показателей, необходимых для достоверной оценки текущей структуры капитала в соответствии с текущим этапом развития. Сделан вывод о необходимости реструктурирования капитала компании для каждого отдельного отрезка жизненного цикла в соответствии с целями, реализуемыми в заданном периоде, с помощью методов математического моделирования в рамках, заданных сложившейся экономической системой.

Ключевые слова: структура капитала, жизненный цикл компании, финансовая устойчивость, источники формирования капитала, эффективность капитала

INTERDEPENDENCE OF CAPITAL STRUCTURE AND LIFE CYCLE STAGES OF PRODUCTION COMPANIES

Titov V.A., Dolgoplov A.A.

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, e-mail: vtitov213@yandex.ru

The article is devoted to the actual problem of forming the optimal capital structure of production of the company in accordance with its life-cycle in order to ensure the sustainability of market activity without significant losses of yield from the company's activities during the whole period of existence of the company. Talked about two basic approaches that can be used for solving the issue. Describes stages of the life cycle of the company and the criteria for determining it. The short characteristic of the priority indicators required for reliable appraisal of the current capital structure in accordance with the current stage of development. It is concluded about the necessity of restructuring of the company's capital for each individual segment of the life cycle in accordance with the objectives that are being implemented within the given period, with the help of mathematical modeling methods in the framework, given the current economic system.

Keywords: capital structure, company life cycle, financial sustainability, sources of capital formation, efficiency of capital

Рассматривая современные подходы к проблемам обеспечения устойчивости рыночной деятельности предприятий реального сектора экономики, следует выделить существование и определенное противостояние двух базовых научно-теоретических платформ.

Первая связана с доминантой наращивания темпов капитализации, вторая – с ростом эффективности и, в частности, доходности операционной деятельности компании. Противоречивость указанных позиций состоит в том, что ставка на рост капитализации компании в случае высокой отдачи заёмного капитала явно противоречит стратегии роста эффективности бизнеса.

Приверженцы первого подхода в центр внимания ставят рост стоимости акций компании (что является актуальным как для действующих, так и потенциальных акционеров) и в этой связи рассматривают рост стоимости бизнеса как целевой ориентир для участников рынка, имеющих интерес к деятельности рассматриваемой компании. Приверженцы второго подхода, напротив,

предлагают более осторожно рассматривать стратегию наращивания активов компании, ратуя за вложение ресурсов в повышение внутренней (текущей) эффективности [4].

Однако ключевой стратегической задачей менеджмента остаётся рост благосостояния акционеров, для чего следует увеличивать как доходность собственного капитала, так и рыночную стоимость бизнеса.

Классической стратегией увеличения доходности и прибыльности бизнеса является увеличение рыночного результата за счет роста дохода от реализации и уменьшения затрат. Индикаторами прибыльности является чистая (посленалоговая) операционная прибыль и экономическая добавленная стоимость, позволяющая оценить реальное выражение рыночного результата деятельности предприятия [6]. В свою очередь, рост экономической добавленной стоимости, как убедительно доказала рыночная практика, инициирует инновационно-инвестиционную привлекательность бизнеса и способствует увеличению рыночной стоимости компании. Однако ожидаемый рост

выручки компании или простое увеличение инвестиций в основной капитал не являются основными факторами роста стоимости бизнеса.

Главная задача собственников и менеджмента заключается в осуществлении таких инвестиционных проектов, реализуемых в рамках компании, которые обеспечивали бы более высокую отдачу от вложенных средств по сравнению с альтернативными вариантами. Опять же, как демонстрирует рыночная практика, на разных этапах деятельности компании требования к инвестиционным проектам и показателям их эффективности могут значительно различаться. По нашему мнению, для каждой стадии жизненного цикла предприятия существуют определенные условия и критерии оптимального соотношения собственных и заемных средств.

Например, на начальной стадии важнейшим из критериев эффективности бизнеса является увеличение потока денежных средств от операционной деятельности. Источником финансовых ресурсов, образующим производственный капитал компании, на этом этапе являются в основном денежные средства собственников, так как компания только начинает постепенный выход на рынок и операционная деятельность, как правило, является убыточной. Владельцы вынуждены инвестировать в оборотные активы, поскольку молодой компании достаточно трудно рассчитывать на внешние кредиты в обеспечение пополнения производственного капитала, поэтому характерной особенностью стадии зарождения является доминирование собственных средств как в производственном, так и в совокупном капитале компании.

На стадии роста основной задачей компании становится наращивание положительного денежного потока от операционной деятельности. При оптимистичном варианте развития бизнеса менеджмент вправе рассчитывать на основной канал притока денежных средств – поступления от реализации. Достижение планируемого уровня рентабельности (при смене сальдо денежного потока с отрицательного на положительное) является позитивным сигналом для кредиторов и сторонних инвесторов. Возможность привлечения на стадии роста заемных средств, иногда даже гипотетическая, представляет собой своего рода «подушку безопасности» для собственников компании и ее партнеров.

На дальнейших этапах роста бизнеса и наращивания масштаба производства происходит формирование рыночного сегмента компании. На этом участке жизненного цик-

ла предприятия, как правило, происходит активизация бизнеса, как на существующем рынке, так и на новых развивающихся рынках. Рост предполагает большие объемы дополнительных финансовых ресурсов, чем на предыдущих этапах. Более того, собственных ресурсов становится недостаточно, а возможности привлечения долгосрочных заемных средств ограничены по причине жесткости требований по объемам, условиям предоставления и обслуживания долга, предъявляемыми кредитными учреждениями.

Однако даже в том случае, если у компании ограничения на доступ к кредитным ресурсам смягчены, возникает важная проблема сбалансированности структуры капитала, что с точки зрения финансовой устойчивости бизнеса приобретает первостепенное значение.

В этот период перед менеджментом компании встает также задача привлечения новых инвесторов – участников в капитале.

Наиболее распространенным способом решения этой задачи является дополнительное размещение акций и прямое увеличение акционерного капитала.

Именно в этот период жизнедеятельности компании в соответствии с теорией М. Миллера и Ф. Модильяни рыночная стоимость компании приобретает статус наиболее значимого параметра управления. Значимость этого параметра возрастает на стадии стабилизации, когда стремление собственников к увеличению рыночной стоимости бизнеса дополняется мотивом его возможной продажи (так, например, для обрабатывающего сектора характерна тенденция консолидации активов в направлении создания крупных и сверхкрупных компаний за счет поглощения более мелких предприятий). На этих стадиях развития компании тщательное выстраивание политики финансирования ее рыночной деятельности является важным фактором роста стоимости бизнеса.

Компании, характеризующиеся устойчивыми темпами роста производства, большими положительными денежными потоками от операционной деятельности, зачастую в состоянии самостоятельно осуществлять необходимые для своего дальнейшего развития инвестиции. Тем не менее правильный выбор источников финансирования для них не менее важен, чем для компаний, нуждающихся в масштабных внешних заимствованиях.

Необоснованное увеличение долга или, наоборот, финансирование исключительно за счет собственных источников, отражаясь на структуре капитала компании, неизбежно влияет и на эффективность как

основной производственной, так и финансово-инвестиционной деятельности [5].

Напомним, что структура капитала компании определяет уровень осуществляемых затрат на совокупный капитал, который может быть рассчитан по формуле [2]:

$$WACC = \frac{D}{D+E} \cdot \rho_D + \frac{E}{D+E} \cdot \rho_C,$$

где $WACC$ (weighted average cost of capital) – средневзвешенная стоимость капитала; D , E – объемы соответственно заемного и собственного капиталов; ρ_D , ρ_C – стоимость соответственно заемного и собственного капиталов.

Учет доли заемных и собственных средств в совокупном капитале компании позволяет свести совокупные требования к доходности, предъявленные двумя основными группами инвесторов, в единую ставку средневзвешенных затрат на капитал. У компании, привлекающей заемный капитал, в ставке $WACC$ отражаются требуемые как кредиторами, так и собственниками минимальные ставки доходности капитала. С точки зрения финансового менеджмента, группа ставок ρ_D и ρ_C характеризует время выполнения требований инвесторов.

Совокупная ставка $WACC$ принимает характер затрат на привлечение капитала, так как обязательно должна быть покрыта будущими доходами. По этой причине ставка $WACC$ является барьерной планкой доходности, которую менеджмент компании обязан учитывать, реализуя стратегию компании в производственной и инвестиционной сферах и выстраивая ее финансовую политику.

Актуальность проблематики формирования оптимальной структуры капитала компании обуславливается тем обстоятельством, что высокие затраты на капитал являются тормозом дальнейшего развития бизнеса. С одной стороны, как отмечали М. Миллер и Ф. Модильяни, низкая доля заемного капитала может означать недостаточное использование более дешевого, чем собственный, заемного капитала. С другой стороны, использование насыщенного заемными средствами производственного капитала предъявляет более высокие требования к его доходности и, в первую очередь, за счет возрастающих для акционеров рисков, обусловленных ростом в совокупном капитале доли заемных средств.

Таким образом, снижение средневзвешенной стоимости капитала расширяет возможности компании по осуществлению эффективных инвестиций, а следовательно, делает ее инвестиционную политику адаптируемой к внешней (макроэкономической) среде.

Приведенные выше рассуждения позволяют констатировать, что важной за-

дачей финансового менеджмента является определение политики финансирования долгосрочного развития компании, включая планирование соотношения заемного и собственного капитала таким образом, чтобы вывести структуру совокупного капитала в зону оптимальности, что предполагает как определение самой этой зоны, так и выбор финансовых инструментов, позволяющих сохранять пропорцию источников финансирования в границах оптимальности.

Главной задачей обеспечения сбалансированности структуры капитала компании является определение зоны оптимальных ее значений. Выявление такой зоны может быть основано как на количественном [3], так и на качественном анализе структуры капитала [2]. Качественный анализ структуры капитала конкретной компании предполагает выделение макро- и микрофакторов, которые следует учитывать, разрабатывая политику финансирования рыночной деятельности. По нашему мнению этот вид анализа должен дополняться количественными оценками, полученными на основе финансовых моделей и позволяющими расчетным способом определять зону оптимального соотношения собственного и заемного капиталов.

Для того, чтобы сформировать критерии оптимальности структуры капитала для различных стадий жизненного цикла компании, необходимо прежде всего идентифицировать этапы жизненного цикла. Несмотря на то, что проведен ряд исследований, направленных на выявление характеристик и критериев стадий развития и отдельных этапов жизненного цикла компании, тем не менее, отсутствуют четкие рекомендации по определению границ того или иного этапа жизненного цикла для конкретного предприятия.

В нижеследующей таблице авторами приведены наиболее часто встречающиеся критерии определения стадии жизненного цикла предприятия.

Очевидно, что каждый из этапов жизненного цикла предприятия характеризуется вполне определенной системой параметров, позволяющей корректно представить состояние операционной, финансовой и инвестиционной сфер его рыночной деятельности. Дополнительно для каждой стадии жизненного цикла предприятия характерен специфический набор значений показателей рыночной деятельности, описывающих текущее состояние внешней и внутренней среды. В каждый конкретный период функционирования предприятия возникает необходимость определения целевых ориентиров, достижение которых обеспечивает реализацию миссии и стратегии развития бизнеса.

Стадии развития и критерии определения этапов жизненного цикла предприятия

Этапы развития бизнеса	Критерии определения этапа жизненного цикла развития предприятия
Рождение бизнеса (начальная стадия)	Возраст предприятия младше десяти лет, предприятие имеет неформальную структуру, во главе менеджер-собственник
Развитие бизнеса	Обмен продаж возрастает более чем на 15%; функционально организованная структура; политика финансирования и развития формализованы
Зрелость бизнеса	Уровень продаж растет, но темп прироста менее 15%; более бюрократическая организационная структура компании
Расцвет бизнеса	Обмен продаж в очередной раз растет более чем на 15%; в практике хозяйственной деятельности начинают использоваться сложные системы контроля и планирования
Закат бизнеса	Значительное снижение производства, падение прибыли

Основной задачей формирования системы параметров, характеризующих оптимальность структуры капитала компании на этапах её жизненного цикла, является выбор тех индикаторов, которые наиболее точно отражают особенности стадий становления, роста, стабильности и заката бизнеса. Смена приоритетов при анализе и оценке параметров в группах ликвидности, финансовой устойчивости, рентабельности, деловой активности на каждом из этапов жизненного цикла компании изменяет и требования к структуре её капитала.

Так, например, на начальном этапе развития первостепенное значение приобретают показатели, характеризующие скорость возврата денежных средств, авансированных на организацию предпринимательской деятельности. Поэтому позитивной тенденцией для этого этапа является сокращение демпфера между длительностью оборота дебиторской и кредиторской задолженностей, что характеризует эффективность использования активов всех видов. Не менее важными показателями в этот период являются и показатели ликвидности в силу ограниченности производственного капитала, привлекаемого для финансирования основной производственной деятельности.

На этой стадии жизненного цикла компании собственные средства в значительной степени преобладают над заемными и, как следствие, показатели финансовой устойчивости теряют актуальность при оценке финансового состояния бизнеса.

На этапах интенсивного роста и стабилизации рыночной деятельности приоритетным показателем, как отмечалось выше, становится рыночная стоимость компании, что обуславливается необходимостью привлечения новых инвесторов для реализации амбициозных инновационных проектов.

Таким образом, поскольку на различных этапах жизненного цикла компании целевые установки и способы их достижения различны, то значимость и приоритетность достижения каждого из параметров, характеризующих финансовое состояние компании на конкретном этапе жизненного цикла, в полной мере актуальны. Каждому показателю должно соответствовать определенное весовое значение для каждой конкретной стадии жизненного цикла компании, определяющее его значимость для характеристики развития текущего этапа бизнеса (в случае, когда использование некоторого показателя не характерно для рассматриваемой стадии, его вес принимается равным нулю).

Для каждого из частных показателей представляется возможным рассчитать произведение удельного веса и значения самого показателя. Суммирование полученных произведений позволит получить интегральное значение комплексного показателя, характеризующего определенную стадию жизненного цикла компании. На основе комплексного показателя возможно построение экономико-математической модели формирования оптимальной структуры совокупного и, отдельно, производственного капиталов компании.

Список литературы

1. Анциборко К.В., Халиков М.А. Теоретические аспекты анализа структуры капитала инвестиционного проекта и выбора ставки дисконтирования // Современные аспекты экономики. – 2005. – № 11.

2. Поляк Г.Б. Финансовый Менеджмент. – М.: Юнити-Дана, 2006.

3. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. – М.: Дело, 2004.

4. Титов В.А., Максимов Д.А. Методы оценки экономической безопасности производственной сферы интегрированной производственной структуры. – М.: Путеводитель предпринимателя. – 2013, – Вып. 18.

5. Тренив Н.Н. Управление финансами – М.: Финансы и статистика, 2004.

6. Халиков М.А. Моделирование производственной и инвестиционной стратегии машиностроительного предприятия. – М.: Изд-во ООО «Фирма-Благовест-В», 2003.

References

1. Antsiborko K.V., Khalikov M.A., Theoretical aspects of the analysis of the capital structure of the investment project and the choice of discount rate // Modern aspects of the economy, 2005. Vol. 11.

2. Polyak N.B. Financial Management. M.: Unity-Dana, 2006.

3. Rudyk N.B. Corporate capital structure: theory and practice. M.: Delo, 2004.

4. Titov V.A., Maksimov D.A. Methods an assessment of economic safety of the production sphere of the integrated production structure. Guide of the businessman, 2013, release 18.

5. Trenev N.N. financial management. M.: Finance and statistics, 2004.

6. Khalikov M.A. Modeling of production and investment strategy of the machine building enterprise. M.: publishing house ltd. «Firm-Blagovest-V», 2003.

Рецензенты:

Татарников О.В., д.т.н., профессор, заведующий кафедрой высшей математики, ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», г. Москва;

Халиков М.А., д.э.н., профессор кафедры математических методов в экономике, ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», г. Москва.

Работа поступила в редакцию 18.04.2014.