

Бисекеев Руслан Сагинтайулы

студент направления подготовки «Финансы»
Казахстанско-Немецкий Университет
Алматы, Казахстан
bisekeevruslan@gmail.com

Ruslan S. Bissekeyev

student of the specialty «Finance»
Kazakh-German University
Almaty, Kazakhstan

**АНАЛИЗ КАПИТАЛА КОМПАНИИ И ОЦЕНКА
ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА СОЗДАНИЕ
ОПТИМАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА**

**ANALYSIS OF COMPANY CAPITAL AND
ASSESSMENT OF FACTORS INFLUENCING
THE CREATION OF AN OPTIMAL
CAPITAL STRUCTURE**

Аннотация

Цель работы – анализ структуры капитала компаний и оценка факторов, влияющих на создание оптимальной структуры капитала. В исследовании рассматривается существующая литература по теории структуры капитала, изучаются компромиссы между долговым и долевым финансированием и то, как фирмы могут определить оптимальную структуру капитала. В работе также рассматриваются факторы, влияющие на выбор структуры капитала, такие как прибыльность, риск, размер, перспективы роста, налоги и рыночные условия. В исследовании используются эмпирические исследования и примеры из практики, чтобы проиллюстрировать влияние этих факторов на структуру капитала компаний. Полученные результаты свидетельствуют о том, что компании должны тщательно учитывать различные факторы для создания оптимальной структуры капитала, которая максимизирует акционерную стоимость и минимизирует риск.

Ключевые слова:

собственный капитал, заемный капитал, оптимальная структура капитала, оптимизация структуры капитала, доленое финансирование

Abstract

This paper aims to analyze the capital structure of companies and evaluate the factors that affect the creation of an optimal capital structure. The study reviews existing literature on capital structure theory, examining the trade-offs between debt and equity financing and how firms can determine their optimal capital structure. The paper also considers various factors that influence the choice of capital structure, such as profitability, risk, size, growth prospects, taxes, and market conditions. The study utilizes empirical research and case studies to illustrate the impact of these factors on the capital structure of firms. The findings suggest that firms must carefully consider various factors to create an optimal capital structure that maximizes shareholder value and minimizes risk.

Keywords:

equity capital, debt capital, optimal capital structure, optimization of capital structure, equity financing

Введение

Наиболее важными шагами в определении оптимальной структуры капитала являются анализ заемных и собственных средств, оценка основных факторов, влияющих на структуру капитала, а также понимание риска и потенциального вознаграждения.

Структура долговременного капитала любой компании обычно неоднородна, она состоит из собственных и заемных средств. Собственный капитал – это средства предприятия, которые находятся у него на праве собственности и используются для

формирования тех или иных активов. Активы, которые формируются за счет вложения собственного капитала, называются чистым капиталом [1]. В своей структуре собственный капитал подразделяется на следующие элементы: уставный (складочный) капитал, добавочный капитал, резервный капитал и нераспределенная прибыль. Собственный капитал организации и все его составляющие формируются в соответствии с действующим законодательством Республики Казахстан, учредительными документами и учетной политикой организации. Заемный капитал складывается из денег, которые взяты в долг и используются для осуществления инвестиций. Заемный капитал также называют «ссудным», он не только может быть использован для роста прибыли, но и может привести к потере денег кредитора. Заемный капитал для коммерческих компаний полезен как дополнительный способ осуществления деятельности компании. Однако по истечении определенного срока каждое предприятие должно вернуть кредиторам деньги не только в полном объеме, но и в оговоренной договором сумме плюс проценты.

Существуют различные элементы, влияющие на разработку оптимальной структуры капитала, включая финансовые цели компании, отраслевые тенденции, экономические условия, а также доступность и стоимость капитала.

Общая цена капитала компании представляет собой средневзвешенную стоимость различных видов капитала. Чтобы рассчитать среднюю цену, необходимо определить цену каждого вида капитала. Увеличивая долю относительно более дешевых источников капитала, компания может снизить общую стоимость капитала. Долговое финансирование часто является самым «дешевым» источником капитала.

Создание оптимальной структуры капитала является ключевой задачей финансового менеджмента, а поиск решения возглавили лауреаты Нобелевской премии Мертон Миллер и Франко Модильяни.

Теорема Модильяни-Миллера гласит, что структура капитала не влияет на цену капитала на совершенном рынке, поэтому финансовые менеджеры должны сосредоточиться на эффективном управлении активами [2]. Данная теорема утверждает, что компании должны оптимизировать структуру капитала, однако практический опыт показывает, что это не так. Это связано с тем, что идеальных рынков не существует, присутствуют транзакционные издержки и искажения, а физические лица имеют ограниченный доступ к кредитам.

Оптимизация структуры капитала может снизить цену капитала и увеличить стоимость компании. Это связано с возможностью включить проценты по кредитам в расходы, в то время как дивиденды выплачиваются из чистой прибыли и не дают компании и ее владельцам таких же налоговых преимуществ.

Таким образом, можно сделать вывод, что расширение доли заемного финансирования в разумных пределах может привести к снижению общей цены привлеченного капитала. Финансовые менеджеры отчасти озабочены определением уровня той степени, которая развивает целевую структуру капитала компании, которая скорее всего, будет разной для разных компаний, в зависимости от специфики их деятельности, а также а также финансовых рынков, с которыми они взаимодействуют. Возможные причины этих различий описаны ниже.

Капитал свободно перемещается благодаря либерализации рынков капитала и технологическому развитию, что делает важным разработку и реализацию оптимальной стратегии финансирования. Это особенно важно для компаний, привлекающих капитал и потенциальных инвесторов.

Наиболее общепринятая точка зрения заключается в том, что, когда доля заемного капитала мала по сравнению с долей собственного капитала, первый способ финансирования дешевле, поскольку имеет более низкий уровень риска. Однако если доля заемного капитала увеличивается, процентные платежи начинают занимать все большую и большую долю ожидаемой прибыли, и риск как для акционеров, так и для кредиторов возрастает. Даже если процентные платежи остаются основным распределением прибыли, существует риск, что прибыль уменьшится и ее уже не будет хватать на покрытие процентных платежей.

Для того чтобы решить проблему оптимальной структуры капитала, которая описана выше, может быть разработан определенный процесс для оптимизации структуры капитала компании. Начальными этапами этого процесса являются:

- анализ заемного капитала компании и собственного капитала;
- оценка основных факторов, которые влияют на структуру капитала.

Структура капитала компании – это способ финансирования ее операций и инвестиций за счет комбинации долговых обязательств и собственного капитала. Оптимальная структура капитала для компании – это структура, в которой сбалансированы выгоды и затраты различных источников финансирования для максимизации акционерной стоимости. Элементы, которые влияют на разработку

оптимальной структуры капитала, включают бизнес-риск, финансовый риск, налоговый щит и финансовую гибкость. В данном анализе мы рассмотрим структуры капитала двух компаний, зарегистрированных на Казахстанской фондовой бирже (KASE), и различные элементы, влияющие на их решения по структуре капитала.

Анализ заемного и собственного капитала

Анализ является первым и важным этапом сбора первичной информации, который необходим для последующего эффективного планирования. На этом этапе цель финансового менеджера состоит в том, чтобы определить существующие тенденции развития структуры капитала, а также его объем, и их влияние на финансовую устойчивость компании. Данный этап можно условно разделить на три части – одна больше касается качественных характеристик, а две другие – влияют на количественную оценку результатов анализа.

Первый (качественный) этап предполагает сравнение динамики совокупного капитала и его составляющих в сравнении с динамикой производства и продаж, оценку пропорции заемного и собственного капитала и историю изменения этой пропорции. Заемный капитал далее разделяется на долгосрочные и краткосрочные финансовые обязательства, выявляются просроченные финансовые обязательства (если они существуют) и анализируются причины неспособности компании выполнять финансовые обязательства.

На втором (более количественном) этапе анализа используется система коэффициентов финансовой устойчивости компании для оценки структуры капитала. На этом этапе использует хорошо известные финансовые показатели, такие как различные коэффициенты ликвидности [3].

Как уже упоминалось выше, в данной статье будут рассмотрены две компании, зарегистрированные на Казахстанской Фондовой Бирже (KASE), а именно АО «КазМунайГаз» и АО «Народный сберегательный банк Казахстана».

Коэффициенты финансовой устойчивости измеряют степень возможного риска банкротства компании, связанного с использованием заемных финансовых ресурсов. В основном они представляют интерес для существующих и потенциальных кредиторов, поскольку оценивают ликвидность компании и определяют ее зависимость от заемного капитала. Финансовый левэридж предполагает, что успешное использование заемного капитала приводит к увеличению прибыли собственников, однако любые кредиты и проценты по ним должны быть погашены,

даже если полученной прибыли недостаточно для покрытия этих выплат. Вместе с риском собственника растет и риск кредитора. Коэффициенты этой группы описаны ниже.

Во-первых, это коэффициент автономии, или коэффициент финансовой независимости. Он является основным и наиболее использованным коэффициентом, который может быть рассчитан при оценке риска кредитора. Данный коэффициент рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Коэффициент автономии} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Валюта баланса}} \quad (1)$$

Этот коэффициент оценивает долю совокупных активов, финансируемых за счет долга. Он характеризует независимость предприятия от заемных источников финансирования и отражает долю собственного капитала в общей сумме обязательств организации. В международной практике нормативное значение коэффициента автономии составляет 0,5. Значение Коэффициента > 0,5 подразумевает, что обязательства организации могут быть полностью выполнены за счет собственного капитала. Это значимо не только для фирмы, но и для ее кредиторов. Если все обязательства будут востребованы сразу, предприятие сможет погасить их за счет продажи части имущества, созданного за свой счет, даже если оставшаяся часть обязательств окажется неликвидной. Рост коэффициента автономии означает большую финансовую независимость от заемных средств и отсутствие крупных финансовых рисков. Результаты расчета коэффициента автономии по АО «КазМунайГаз» и АО «Народный сберегательный банк Казахстана» будут представлены ниже в таблице 1 и 2.

Следующий, не менее важный показатель – это коэффициент обеспеченности оборотных активов собственными средствами. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Коэффициент об. об. а. с. с} = \frac{\text{Собственный капитал} - \text{Внеоборотные активы}}{\text{Оборотные активы}} \quad (2)$$

Этот коэффициент указывает на наличие у организации собственного оборотного капитала, который необходим для финансовой устойчивости. Значение коэффициента > 0,6-0,8 является типичным пределом. Это один из основных маркеров, используемых для определения банкротства бизнеса. Его идеальное значение не зависит от отрасли предприятия.

И наконец, последний показатель, коэффициент финансового рычага, равный отношению заемных средств к корпоративным средствам, является одним из важнейших показателей финансовой стабильности, он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Коэффициент фин. рычага} = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}} \quad (3)$$

Его значение характеризует количество заемных средств на 1 условную единицу собственных средств, вложенных в активы предприятия. Когда треть общего капитала производится за счет заемных источников финансирования, обычное соотношение составляет 1:2. Типичный предел этого показателя – значения меньше или равное 1.

Также, важным коэффициентом при анализе собственного и заемного капитала является коэффициент ROE, или рентабельность собственного капитала, — это финансовый коэффициент, который измеряет прибыльность компании на основе суммы собственного капитала, предоставленного акционерами. Рентабельность собственного капитала показывает, насколько эффективно компания использует инвестиции своих акционеров для получения прибыли. Более высокая рентабельность собственного капитала обычно указывает на то, что компания эффективно использует свой капитал для получения прибыли для акционеров. Чтобы найти ROE, необходимо разделить чистый доход компании на ее акционерный капитал. Формула для расчета ROE выглядит следующим образом:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Чистый доход}}{\text{Собственный капитал}} \quad (4)$$

Предприятия с большой долей собственного капитала будут более привлекательными. Значение всех этих коэффициентов представлено в таблице 1. АО «КазМунайГаз» – ведущая нефтегазовая компания Казахстана, занимающаяся разведкой, разработкой и добычей сырой нефти и природного газа. По состоянию на 31 декабря 2021 года структура капитала компании состояла из 42,5% заемного капитала и 57,5% собственного капитала. Задолженность компании в основном состоит из долгосрочных кредитов и облигаций, выпущенных в национальной и иностранной валюте.

Таблица 1 – Значения финансовых коэффициентов для компаний АО «КазМунайГаз» и АО «Народный сберегательный банк Казахстана».

Финансовый коэффициент	АО «КазМунайГаз» на 31 декабря 2021	АО «Народный сберегательный банк Казахстана» на 31 декабря 2021
Коэффициент автономии	0,6	0,1
Коэффициент обеспеченности оборотных активов собственным капиталом	0,8	0,2
Коэффициент финансового рычага	0,5	1,30
ROE	14,68%	29,38%

Источник. Составлено автором [7,8]

Собственный капитал принадлежит Национальной компании «КазМунайГаз», которой принадлежит 90% акций, и миноритарным акционерам, владеющим оставшимися 10%. Как видно из таблицы 1, у АО «КазМунайГаз» довольно хорошие показатели финансовых коэффициентов, что объясняется высокой долей собственных средств в структуре капитала. Рассмотрев одни из основных этапов анализа собственного и заемного капитала, можно перейти к оценке основных факторов, влияющих на структуру капитала. Уже упоминалось, что невозможно сформулировать однозначный рецепт оптимальной структуры капитала не только для компаний, которые являются частью одной отрасли, но даже для одной и той же компании, работающей в разных рыночных. Практический опыт, однако, выработал набор субъективных и объективных факторов, которые необходимо учитывать при целенаправленном формировании структуры капитала, которая была бы оптимальной и учитывала бы все особенности конкретной компании и ее условия деятельности [4]. Основным фактор, влияющий на деятельность АО «КазМунайГаз» это деловой риск. Деятельность компании как добывающей нефтегазовой компании подвержена колебаниям цен на нефть и газ, объемов добычи, а также геополитическим рискам. Высокий бизнес-риск заставил компанию использовать значительный объем заемного финансирования, чтобы снизить зависимость от собственного капитала и минимизировать разводнение существующих акционеров.

Теперь перейдем к рассмотрению структуры капитала АО «Народный Сберегательный Банк Казахстана». HSBK является одним из крупнейших банков Казахстана, предоставляющим широкий спектр банковских услуг розничным и корпоративным клиентам. По состоянию на 31 декабря 2021 года структура капитала HSBK состояла из 61,4% заемного капитала и 38,6% собственного капитала. Долг

компании в основном состоит из депозитов клиентов и заемных средств местных и иностранных финансовых институтов. Собственный капитал HSBK принадлежит институциональным и индивидуальным инвесторам. По сравнению с АО «КазМунайГаз» у HSBK в структуре капитала значительную долю занимают заемные средства, что непосредственно оказало влияние на значение финансовых коэффициентов. Важно отметить, что показатель ROE у HSBK значительно выше, чем у АО «КазМунайГаз». Для стран с развитой экономикой норма прибыли на капитал составляет около 10-12%. В странах с инфляционной экономикой этот показатель должен быть выше. По сути, рентабельность собственного капитала — это скорость, с которой деньги акционеров компании работают. Следовательно, если ROE = 20%, это означает, что на каждый тенге, вложенный акционерами, компания создала 20 коп. чистой прибыли. Из основных факторов, влияющих на структуру капитала HSBK, можно выделить:

- налоговый щит: HSBK имеет относительно высокий объем долгового финансирования, что обеспечивает компании налоговый щит от процентных платежей по долгу. Налоговый щит снижает налоговые обязательства компании и увеличивает ее денежный поток после уплаты налогов, что делает долговое финансирование привлекательным источником капитала.

- финансовая гибкость: как банку, HSBK требуется значительная финансовая гибкость, чтобы соответствовать нормативным требованиям и реагировать на меняющиеся условия рынка. Долговое финансирование обеспечивает компании высокую степень финансовой гибкости, позволяя ей корректировать структуру капитала по мере необходимости для оптимизации баланса.

Рассмотрев и сравнив две компании с разной структурой капитала в заключение, следует отметить, что структура капитала компании играет важнейшую роль в ее способности финансировать свою деятельность и инвестиции. Элементы, влияющие на формирование оптимальной структуры капитала, такие как бизнес-риск, финансовый риск, налоговый щит и финансовая гибкость, варьируются в зависимости от отрасли, размера и перспектив роста компании. Сравнивая эти две компании, можно заметить, что у АО «КазМунайГаз» более оптимальная структура капитала для отрасли деятельности предприятия, что показывает оптимальное значение таких финансовых коэффициентов как: коэффициента автономии, коэффициента обеспеченности оборотных активов собственным капиталом, коэффициента

финансового рычага, а также показателя ROE. У АО «Народный Сберегательный Банк Казахстана» структура капитала не совсем оптимизирована под род деятельности предприятия. У компании довольно высокий показатель ROE, что можно отметить, как положительный фактор. Однако довольно низкие значения коэффициента автономии и коэффициента обеспеченности оборотных активов собственным капиталом, что говорит о неспособности выполнить обязательства организации за счет собственного капитала, что непосредственно не является привлекательной стороной для сторонних инвесторов и кредиторов.

Заключение

В этой статье были рассмотрены первые два этапа разработки оптимальной структуры капитала, в которых подчеркивается важность сбора достоверной финансовой информации о компании (позволяющей рассчитать коэффициенты, упомянутые в статье) и проведения анализа рисков (частично опираясь на внешние и внутренние факторы, описанные в статье) для принятия решения об оптимальной структуре капитала. Анализируя структуры капитала компаний, котирующихся на KASE, можно получить представление о том, как различные компании используют долговое и доленое финансирование для оптимизации структуры капитала и максимизации акционерной стоимости. Можно наглядно увидеть, что правильно оптимизированная структура капитала, в итоге дает приемлемое значение финансовых коэффициентов, что в следствие позволяет компании эффективно конкурировать с другими фирмами и выходить на новые рынки сбыта. Для определения оптимальной структуры капитала, компаниям необходимо проводить анализ структуры капитала, а также обращать внимание на все возможные факторы, которые могут оказать влияние на его формирование.

Список использованных источников

1. Управление собственным и заемным капиталом компаний [Текст] / А. А. Артюхов; под ред. В. А. Слепова. – Москва: Спорт и культура – 2000, 2012. – 173, [2] с., [1] л. портр.: табл.; 21 см.
2. Модильяни, Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема MM. Перевод с англ. [Текст]: сборник / Ф. Модильяни, М. Миллер. - М.: Дело, 1999. – 272 с.
3. Myers, S. C. The Search for Optimal Capital Structure / Financial Strategy Adding Stakeholder Value. Ed. Rutterford J.: John Wiley and Sons, 1998.

4. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: учебник / Бланк И.А. – 2 изд., переработанное и доп. Киев: Ника-Центр, Эльга, 2014.

5. Modigliani, F. (1963), Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *American Economic Review*, № 53(3), pp. 433–443.

6. Анюхина И. Оценка оптимальной структуры капитала компаний ОАО «Уралкалий» и Kali&Salz AG / И. Анюхина, И. Ивановский, Е. Катаева // *Корпоративные финансы*. – 2008. – № 4(8). – С. 88-105.

7. АО «Народный Банк Казахстана». Годовой отчет за 2021 год. Электронный ресурс. URL: https://kase.kz/files/emitters/HSBK/hsbkr_2021_rus.pdf (дата обращения: 01.03.2023).

8. АО «КазМунайГаз». Годовой отчет за 2021 год. Электронный ресурс. URL: https://kase.kz/files/emitters/KMGZ/kmgzr_2021_rus.pdf (дата обращения: 01.03.2023).