

АНАЛИЗ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

В современных условиях структура капитала является тем фактором, который оказывает непосредственное влияние на финансовое состояние предприятия – его платежеспособность и ликвидность, величину дохода, рентабельность деятельности. Внешние пользователи (банки, инвесторы, кредиторы) оценивают изменение доли собственных средств предприятия в общей сумме источников средств с точки зрения финансового риска при заключении сделок. Риск нарастает с уменьшением доли собственного капитала. Внутренний анализ структуры капитала связан с оценкой альтернативных вариантов финансирования деятельности предприятия. При этом основными критериями выбора являются условия привлечения заемных средств, их «цена», степень риска, возможные направления использования и т.д. Капитал всякого предприятия может быть представлен двумя составляющими: собственными и заемными средствами. В составе собственного капитала могут быть выделены две основные составляющие: инвестированный капитал, т.е. капитал, вложенный собственниками в предприятие, и накопленный капитал, т.е. созданный на предприятии сверх того, что было первоначально авансировано собственниками. Инвестированный капитал включает номинальную стоимость простых и привилегированных акций, а также дополнительно оплаченный (сверх номинальной стоимости акций) капитал. Первая составляющая инвестированного капитала представлена в балансе предприятий уставным капиталом, вторая – добавочным капиталом (в части полученного эмиссионного дохода). Накопленный капитал находит свое отражение в виде статей, возникающих в результате распределения чистой прибыли (резервного капитала, фонда накопления, нераспределенной прибыли, иных аналогичных статей)¹.

Теоретически величина собственного капитала характеризуется показателем чистых активов. Следует предостеречь от буквального понимания, сказанного в том смысле, что величина чистых активов и есть та величина средств, которую могли бы получить собственники в случае действительной ликвидации предприятия. Дело в том, что расчет чистых активов осуществляется по балансу на основании балансовой стоимости активов и пассивов, которая может не совпадать с их рыночной стоимостью. Так, оценка запасов по методу ЛИФО приводит к занижению величины стоимости чистых активов, метод ФИФО, напротив, обеспечивает максимально приближенную к текущим рыночным ценам величину; оценка готовой продукции и незавершенного производства в объеме сокращенной себестоимости (за вычетом общехозяйственных расходов) также связана, как правило, с занижением величины чистых активов и т.д. Поэтому величина собственного капитала (чистых активов) рассматривается в достаточно широком смысле как некий запас прочности в случае неэффективной деятельности предприятия в будущем и определенная гарантия защиты интересов кредиторов.

Довольно часто при определении стоимости чистого имущества встает вопрос о включении в состав активов, принимаемых к расчету, нематериальных активов. Известна практика финансового анализа зарубежных стран, предполагающая исключение данной статьи из расчета величины чистого имущества. Учитывая, что нематериальные активы относятся к числу тех статей баланса, искажение реальной величины которых является наиболее распространенным, данный подход к определению величины чистых активов является наиболее осторожным.

Действительно, объективная сложность оценки данной статьи, незнание вопросов правового регулирования нематериальных активов привели к тому, что стремление некоторых предприятий к «раздуванию» собственного капитала проявилось в первую очередь за счет необоснованной величины нематериальных активов. В частности, достаточно распространенным является случай, когда вкладом в уставный капитал одного из участников является право пользования зданием, оборудованием, оргтехникой. С точки зрения правового регулирования вопроса

¹ Ефимова О.В. Финансовый анализ. – 4-е изд. – 2002.

использование имущества предполагает или наличие у пользователя права собственности, или пользование им на условиях аренды, или безвозмездное использование имущества. Исключение составляют некоторые специфические виды имущества (например, право пользования недрами). Суммы начисляемого резерва, будучи включенными в себестоимость продукции, поступают на предприятие в составе выручки в виде ликвидных средств. Таким образом, до момента использования резерва по прямому назначению можно полагать, что результат его образования – появление некоторых ценностей в активе. Вряд ли правомерно считать, что источником их возникновения являются заемные средства, т.е. средства, которые должны быть возмещены третьим лицам. Например, когда резерв предстоящих расходов и платежей формируется для предстоящей оплаты отпусков работников, сам факт наличия остатка по одноименному счету говорит о том, что предстоящие расходы еще не были начислены, а обязательства перед работниками по оплате отпусков еще не возникли.

Дискуссионным является вопрос о принадлежности к собственному или заемному капиталу фонда потребления. С одной стороны, целевое резервирование средств чистой прибыли для нужд потребления предполагает, что рано или поздно данные средства будут использованы по их назначению и, соответственно, суммы, указанные по строке «Фонды потребления», уйдут из баланса, в отличие от капитализируемой части чистой прибыли. С другой стороны, поскольку до момента их непосредственного использования суммы, отражаемые по этой статье баланса, характеризуют объем финансирования активов за счет прибыли собственников (прибыли, остающейся в распоряжении предприятия), фонды потребления следует причислить к собственному капиталу. Вопрос отнесения фондов потребления к собственному или заемному капиталу не является новым. Он рассматривался еще классиками балансоведения Н. Вейцманом, И. Шерром, П. Герстнером и др. Так, И. Шерр называл статьи такого рода, например, фонд вспомоществования, фонд улучшения быта работников долговыми резервами, подчеркивая тем самым их двойственный характер. Однако основным аргументом в пользу причисления фонда потребления (или близких к нему по экономическому содержанию фондов) к собственному капиталу было то, что источник их возникновения – прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия. Другим основанием для отнесения данного фонда к собственному капиталу являлось то, что выплаты из него обусловлены решением собственников и закреплены в учредительных документах. По сути, такой фонд представляет собой резерв добровольных расходов, образование которого может быть отменено по постановлению общего собрания акционеров.

Определение величины чистых активов (собственного капитала) имеет не только теоретическое, но и большое практическое значение. Необходимость отдельного рассмотрения статей собственного капитала связана с тем, что каждая из них является характеристикой правовых и иных ограничений способности предприятия распорядиться своими активами.

В соответствии с Гражданским кодексом Кыргызской Республики уставным капиталом обладают акционерные общества и другие коммерческие организации (общества с ограниченной ответственностью, общества с дополнительной ответственностью). Полное товарищество, товарищество на вере располагают складочным капиталом. Только в акционерных обществах (АО) уставный капитал разделен на доли, выраженные в акциях, удостоверяющих имущественные права акционеров. Юридическое значение уставного капитала акционерного общества состоит прежде всего в том, что его размер определяет те пределы минимальной имущественной ответственности, которую имеет и несет акционерное общество по своим обязательствам. Предполагается, что сумме, отражаемой по статье «Уставный капитал», соответствует величина имущества в активе. Вместе с тем следует подчеркнуть, что понятие уставного капитала не отождествляется с имуществом АО, стоимость которого может быть больше или меньше, чем уставный капитал (определяется величиной активов предприятия, имеющих долговых обязательств и их оценкой). Это имущество в случае ликвидации предприятия после покрытия всех долговых обязательств должно по уставу остаться для распределения между собственниками (акционерами). Иначе происходит «проедание» уставного капитала (что находит отражение в балансе в виде убытков), а значит, в случае ликвидации предприятия его имущественной массы будет недостаточно для удовлетворения требований собственников (акционеров). Получив уведомление, кредиторы вправе потребовать досрочного

удовлетворения своих претензий, исходя из того, что уменьшенный размер уставного капитала снижает уровень финансовой устойчивости предприятия-должника.

Добавочный капитал – составляющая собственного капитала в его настоящей трактовке – объединяет группу достаточно разнородных элементов: суммы от дооценки внеоборотных активов предприятия; безвозмездно полученные ценности; эмиссионный доход акционерного общества и др.

Резервы формируются в соответствии с законодательством, учредительными документами и принятой на предприятии учетной политикой. Основным источником формирования резервов (фондов) является чистая прибыль. Резервный капитал формируется в соответствии с установленным законом порядком и имеет строго целевое назначение. В условиях рыночной экономики резервный капитал выступает в качестве страхового фонда, создаваемого для целей возмещения убытков и обеспечения защиты интересов третьих лиц в случае недостаточности прибыли у предприятия. Формирование резервного капитала может быть как обязательным, так и добровольным. Если наличие резервного капитала, создаваемого в соответствии с законодательством, – необходимое условие лишь для предприятий определенных организационно-правовых форм, то резервные фонды, создаваемые добровольно, формируются исключительно в порядке, установленном учредительными документами или учетной политикой предприятия независимо от его организационно-правовой формы. В зависимости от условий формирования (обязательное или добровольное) целевое назначение резервного капитала регламентируется либо требованиями законодательства, либо учредительными документами или учетной политикой.

Фонды накопления характеризуют сумму чистой прибыли, направленную на производственное развитие и расширение предприятия. Суммы по данной статье баланса показывают величину приращения чистых активов предприятия за весь период его функционирования. От резервов, создаваемых за счет чистой прибыли, следует отличать так называемые оценочные резервы, которые формируются, как правило, для покрытия суммы уменьшения активов. Типичным примером оценочных резервов является резерв по сомнительным долгам, которому в активе должны соответствовать суммы сомнительной дебиторской задолженности, одна часть которой будет списана предприятием, другая, возможно, окажется взысканной и поступит на увеличение прибыли. К оценочным резервам относится также резерв под обесценение ценных бумаг, формируемый на случай падения рыночной стоимости ценных бумаг ниже балансовой. Отметим, что экономическая природа оценочных резервов может меняться. Так, в некоторых случаях (например, при завышении величины сомнительных долгов) они могут представлять собой скрытую прибыль предприятия. Основные отличия оценочных резервов от прочих рассмотренных резервов (фондов):

- ♦ величина резервов (фондов) определяется финансовыми результатами деятельности предприятия, источник их формирования, как правило, – чистая прибыль; оценочные резервы создаются вне зависимости от результатов деятельности;

- ♦ резервам (фондам) соответствуют реальные виды активов, суммы по статье «Оценочные резервы» должны свидетельствовать о завышенной величине активов (дебиторской задолженности; вложений в ценные бумаги и др.);

- ♦ использование резервов (за исключением фонда накопления) сопровождается уменьшением конкретного (реального) элемента активов (например, денежных средств).

Использование оценочных резервов свидетельствует о том, что актив баланса сократился на сумму нереального актива, например, из состава дебиторской задолженности исключены суммы, завышающие ее величину; величина и динамика резервов (фондов) отражает способность предприятия к самофинансированию, величина оценочных резервов – нет. В этом принципиальное для анализа собственного капитала отличие резервов (фондов) от оценочных резервов. Именно поэтому при определении величины чистых активов величину оценочных резервов следует исключать из имущества предприятия.

Помимо рассмотренных резервов, имеющих определенное назначение, порядок образования которых определен законодательством, учредительными документами или решением собственников, существуют так называемые скрытые резервы. Наличие и размер таких резервов не могут быть установлены по балансу или другим формам отчетности, хотя их

влияние на финансовое положение предприятия бывает весьма значительным. Скрытые резервы могут возникать в результате применения конкретного метода оценки статей актива. Чем ниже оценка, тем значительнее скрытые резервы. В качестве примера назовем ускоренную амортизацию (при которой тот или иной объект основных средств, имея высокую продажную стоимость, оказывается полностью амортизированным), метод 100-процентного начисления износа по малоценным и быстроизнашивающимся предметам в момент их отпуска в производство. Наличие скрытых резервов в некоторой степени является гарантией того, что явные (выделенные в балансе) резервы реально обеспечены.

Нераспределенная прибыль представляет собой прибыль, остающуюся после выплаты налогов и других платежей и формирования резервов (фондов). По экономическому содержанию нераспределенная прибыль настолько близка к резервам, что ее рассматривают в качестве свободного резерва. Средства резервов (фондов) и нераспределенной прибыли помещены в конкретное имущество или находятся в обороте. Их величина характеризует результат деятельности предприятия и свидетельствует о том, насколько увеличились активы предприятия за счет собственных источников.

Деление собственного капитала на капитал и резервы носит не столько теоретическое, сколько практическое значение: по соотношению и динамике этих групп оценивают деловую активность и эффективность деятельности предприятия. Тенденция к увеличению удельного веса второй группы (резервы) характеризует способность наращивания средств, вложенных в активы предприятия. В зарубежной практике финансового анализа соотношение заемного и собственного капитала является одним из ключевых и рассматривается в качестве способа оценки риска для кредитора. Существует практика, когда кредиторы требуют подписания заемного соглашения, в соответствии с которым данное соотношение не может превышать определенного предела. В этих условиях некоторые предприятия стремятся искусственно снизить величину обязательств, используя их забалансовое отражение.

Заемные средства обычно классифицируют в зависимости от степени срочности их погашения и способа обеспеченности. По степени срочности погашения обязательства подразделяют на долгосрочные и текущие. Средства, привлекаемые на долгосрочной основе, обычно направляют на приобретение активов длительного использования, тогда как текущие пассивы, как правило, являются источником формирования оборотных средств.

Для оценки структуры обязательств весьма существенно их деление на необеспеченные и обеспеченные. Важность такой группировки связана с тем, что обеспеченные обязательства в случае ликвидации предприятия и объявления конкурсного производства погашаются из конкурсной массы. Чем больше покрытых (обеспеченных) долгов в противоположность необеспеченным, тем лучше кредиторам, имеющим обеспеченные требования, но хуже остальным кредиторам, которые в случае объявления конкурса должны удовлетвориться остающейся имущественной массой.

Основные отличия между собственным и заемным капиталом определяются такими критериями, как:

- ♦ приоритетность прав;
- ♦ степень определенности получения денежной суммы (факт получения и сумма);
- ♦ дата получения денежных сумм.

Приоритетными правами обладают кредиторы (отсюда логика определения собственного капитала по остаточному принципу). Держатели привилегированных акций обладают преимущественными правами перед владельцами простых акций. Величина уплачиваемых кредиторам сумм обычно фиксируется и определяется либо конкретной денежной суммой, либо первоначальной или номинальной суммой и предусмотренным процентом, выступающим в качестве платы кредитору за временный отказ от использования им денежных или иных ресурсов. Величина дивидендов определяется полученной чистой прибылью, дивидендной политикой, наличием денежных средств, величиной чистых активов и другими факторами.

Дата погашения долговых обязательств, как правило, известна заранее, в то время как сам факт наличия уставного капитала не указывает непосредственно на то, что у предприятия как такового существуют обязательства перед собственниками по выплате им дивидендов. Дивиденды попадают в состав обязательств только после того, как они будут объявлены.

Важным вопросом в анализе структуры источников средств является оценка рациональности соотношения собственных и заемных средств. Финансирование действующего предприятия за счет собственного капитала может осуществляться, во-первых, путем реинвестирования прибыли и, во-вторых, за счет увеличения капитала предприятия (выпуска новых ценных бумаг). Условия, ограничивающие использование данных источников для финансирования деятельности предприятия, – политика распределения чистой прибыли, определяющая объем реинвестирования, а также возможность дополнительной эмиссии акций. Особо следует отметить те проблемы, с которыми приходится сталкиваться предприятиям, решающим вопрос о привлечении дополнительного капитала в результате изменения организационно-правовой формы и создания акционерного общества открытого типа. Такому решению должны предшествовать определение потребности в капитале (весьма ошибочным может быть подход, основанный на убеждении «чем больше, тем лучше»), предварительная оценка расходов, связанных с переходом в новый правовой статус; выявление преимуществ и новых проблем, связанных с данным решением. К числу проблем следует отнести то, что акционеры, оценивая деятельность предприятия, в которое они вложили свои средства, заинтересованы, как правило, в росте дивидендов. При этом та или иная дивидендная политика нередко определяет инвестиционную привлекательность предприятия. В результате давления акционеров руководство акционерного общества может быть вынуждено избрать политику «проедания» заработанной чистой прибыли в ущерб долгосрочным целям развития предприятия.

Другая проблема, с которой приходится сталкиваться, связана со значительными издержками перехода. Такие расходы зависят от сложности подготовки необходимых регистрационных документов, потребности в консультационных услугах юридического и финансового характера, необходимости проведения аудиторской проверки финансовой отчетности. В том случае, если в составе потенциальных инвесторов предприятия выступают иностранные вкладчики капитала, в качестве обязательного условия они могут выдвинуть требование получения аудиторского заключения от компании, имеющей международное признание. Вполне понятно, что услуги таких компаний обычно являются более дорогими.

Помимо расходов, связанных с переходом на положение акционерного общества открытого типа, предприятие должно быть готово к возрастанию текущих расходов в виде оплаты обязательной аудиторской проверки состояния учета и финансовой отчетности, расходов по составлению публичной отчетности и ее предоставлению заинтересованным лицам и т.д. Финансирование из заемных источников предполагает соблюдение ряда условий, обеспечивающих определенную финансовую надежность предприятия. В частности, при решении вопроса о целесообразности привлечения заемных средств необходимо оценить сложившуюся на предприятии структуру пассивов. Высокая доля долга в ней может делать неразумным (опасным) привлечение новых заемных средств, поскольку риск неплатежеспособности в таких условиях чрезмерно велик. Привлекая заемные средства, предприятие получает ряд преимуществ, которые при определенных обстоятельствах могут обернуться своей обратной стороной и повлечь ухудшение финансового состояния предприятия, приблизить его к банкротству.

Таким образом, предприятие с большой долей заемного капитала имеет малую возможность для маневра в случае непредвиденных обстоятельств, таких, как падение спроса на продукцию, значительное изменение процентных ставок, рост затрат, сезонные колебания.

Resume

In the article there given the analysis of capital structure since one of the principal points in the theory and practice of finance management is optimal capital structure that influences on the value of a company. Contemporary conception of business activities is connected with the company value management and with the increase of attractiveness for shareholders and owners. This analysis is made to increase the efficiency of capital use (optimization of relation between financial stability, price and profitability of capital).