Бондасов Олег Владимирович. Управление формированием и эффективностью использования собственного капитала акционерных обществ : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10. - Москва, 2006. - 229 с. : ил. РГБ ОД,

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Сущность собственного капитала, его роль в реализации интересов участников

экономической системы «акционерное общество - внешняя экономическая среда» 11

1.1. Эволюция категории «собственный капитал» 11

1.2. Структура и функции собственного капитала 21

Глава 2. Управление формированием собственного капитала открытых акционерных

обществ 40

2.1. Порядок первоначального и последующего формирования капитала в современных рыночных условиях хозяйствования 40

2.2. Управление структурой капитала 52

2.3. Формирование собственного капитала путем вторичного размещения эмиссионных ценных бумаг 73

2.3.1. Способы вторичного размещения эмиссионных ценных бумаг при увеличении собственного капитала 73

2.3.2. Сравнительная характеристика инструментов финансирования, применяемых в процессе вторичной эмиссии 83

Глава 3. Оценка и управление эффективностью использования собственного капитала

открытых акционерных обществ 97

3.1. Методика оценки эффективности использования собственного капитала 97

3.1.1. Подготовка информационной базы оценки 97

3.1.2. Предварительная оценка эффективности использования собственного капитала 103

3.1.3. Методика факторного анализа рентабельности собственного капитала 108

3.2. Обоснование пропорций распределения прибыли 119

3.2.1. Содержание концепции поддержания собственного капитала и механизмы ее реализации в России 120

3.2.2. Дивидендная политика как элемент управления эффективностью использования собственного капитала 124

3.2.3. Механизм принятия решения о пропорциях распределения прибыли 131

3-3. Оценка собственного капитала 137

3.3.1. Расчет коэффициента дисконтирования 139

3.3.2. Характеристика основных подходов к оценке рыночной стоимости собственного капитала 146

3.3.3. Практическая значимость результатов оценки собственного капитала 154

3.4. Оценка и управление эффективностью использования собственного капитала на

примере ОАО «Концерн Калина» 157

Заключение 177

Список источников и литературы 185

Приложения 194

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Развитие рыночной экономики и стремление предприятий к росту благосостояния в условиях полной хозяйственной самостоятельности способствует все большей концентрации внимания на управлении источниками финансирования коммерческой деятельности, в том числе такой их важной составляющей как собственный капитал. О повышении значимости данной составляющей напрямую свидетельствуют такие факты как существенные изменения в подходах к учету собственного капитала и усиление роли данного показателя в анализе финансово -хозяйственной деятельности организаций в последние годы.

Собственный капитал позволяет сформировать активы, свободные от притязаний лиц, не являющихся собственниками организации, и в этой связи является основой финансовой устойчивости и стабильного успешного функционирования любого коммерческого предприятия. Динамика величины собственного капитала и его отдельных составляющих, равно как и эффективность его использования, являются предметом пристального внимания внешних контрагентов компании, среди которых отдельно выделяются хозяйствующие контрагенты (поставщики, подрядчики, покупатели, заказчики), кредиторы и потенциальные инвесторы. Информация о собственном капитале может иметь определяющее значение при принятии внешними контрагентами решений о начале или продолжении сотрудничества с рассматриваемой компанией. При этом одной из наиболее заинтересованных групп лиц являются потенциальные инвесторы, которые рассматривают компанию как возможный объект вложения средств, обеспечивающий отдачу, аналогичную текущей рентабельности собственного капитала компании-объекта инвестиций. Таким образом, необходимость управления собственным капиталом продиктована не только внутренними предпосылками (стремлением к улучшению финансовых результатов деятельности компании в целях роста благосостояния ее собственников), но и зависимостью фирмы от внешнего экономического окружения, оценивающего ее деятельность со стороны и образующего систему хозяйственных взаимосвязей с нею.

В течение последних нескольких лет наблюдается стремительное развитие российского фондового рынка, проявляющееся, прежде всего, в значительном повышении его капитализации, расширении числа используемых рыночных инструментов, росте диверсификации состава участников рынка и количества первичных публичных размещений эмиссионных ценных бумаг, позволяющих привлекать участникам рынка значительные объемы финансовых ресурсов. Не менее значимым для российской

экономики событием последних лет стало повышение международными рейтинговыми агентствами суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня. Отмеченные факты позволяют судить о том, что наряду с российской, в последнее время значительно расширена также и база зарубежных потенциальных инвесторов, что создало дополнительные предпосылки для сосредоточения усилий менеджмента отечественных компаний на управлении эффективностью использования собственного капитала, Успешные действия в этом направлении, безусловно, повысят шансы организаций задействовать, в случае необходимости, средства внешних инвесторов и тем самым обеспечат дополнительные преимущества в конкурентной рыночной борьбе. Вместе с тем необходимо отметить, что расширение перечня инструментов финансирования и возможностей отечественных компаний в формировании капитала по сравнению с предшествующим историческим периодом заметно усложняет управление формированием собственного капитала и требует от менеджеров все более взвешенного подхода при выборе того или иного инструмента финансирования.

Изложенным определяется актуальность обозначенной темы исследования.

С учетом специфики исследуемой проблемы наибольший упор в работе сделан на открытые акционерные общества, для которых вопросы управления собственным капиталом наиболее значимы и актуальны, и которые обладают наиболее широкими возможностями формирования капитала путем объединения средств совершенно разных участников: частных лиц, организаций и государства.

**Степень разработанности проблемы.**Различным аспектам управления формированием собственного капитала и эффективностью его использования уделено немало внимания в работах отечественных и зарубежных экономистов.

В зарубежной литературе наиболее полное освещение отдельные стороны исследуемой проблемы получили в работах X. Андерсона, Л.А, Бернстайна, Р. Брейли, Ю. Бригхема, М.Ф. Ван Бреда, Л. Гапенски, Д. Гарнера, А. Дамодарана, Б. Коласа, Д. Колдуэлла, Р. Конвейя, Ченг Ф. Ли, С. Майерса, М. Миллера, Ф. Модильяни, Б. Нидлза, Р. Оуэна, Ж. Ришара, К. Уолша, Д.И. Финнерти, Э. Хелферта, Э.С. Хендриксена, Дж. Р. Хикса.

Наибольший интерес среди работ отечественных авторов представляют труды B.C. Белова, Н.И. Берзона, И.А. Бланка, В.В. Бочарова, О.В. Ефимовой, А.П. Ковалева, В.В. Ковалева, М.Н. Крейниной, В.Е. Леонтьева, Я. Миркина, В.Д. Новодворского, В.В. Палия, В.Ф. Палия, М.Л. Пятова, Г.В. Савицкой, Р.С. Сайфулина, Н.Н. Селезневой, А.Д. Шеремета, Е.И. Шохина.

Не умаляя значения теоретических и практических наработок вышеуказанных ученых, следует отметить, что в настоящее время исследований, посвященных системному рассмотрению проблемы управления собственным капиталом, все еще недостаточно, При этом очевидно, что быстро меняющиеся российские экономические условия способствуют формированию богатой эмпирической базы для продолжения исследований в данном направлении. Все это послужило дополнительными факторами, определяющими выбор автором темы настоящего диссертационного исследования.

**Цель и задачи исследования.**Целью настоящей работы является исследование теоретических и методических подходов к управлению собственным капиталом и формирование на этой основе системы положений, позволяющих повысить обоснованность и результативность практических решений при управлении формированием и использованием собственного капитала российских акционерных обществ.

Поставленная цель сделала необходимым решение следующих задач научного характера:

раскрытие сущности собственного капитала и его роли в реализации интересов участников экономической системы «акционерное общество - внешняя экономическая среда»;

разработка методики оценки эффективности использования собственного капитала, ориентированной на поддержку решений по увеличению отдачи на собственный капитал;

обоснование механизма принятия решений о целесообразных пропорциях распределения зарабатываемой прибыли;

выявление и характеристика основных внутренних и внешних источников финансирования, потенциально доступных акционерным обществам на текущем этапе развития российской экономики; проведение сравнительного анализа альтернатив увеличения собственного капитала с целью выявления их достоинств и недостатков;

выработка системы критериев, повышающих эффективность практических действий российских акционерных обществ по управлению структурой совокупного капитала.

**Объектом диссертационного исследования**является собственный капитал открытых акционерных обществ.

**Предметом исследования**выступает управление формированием и эффективностью использования собственного капитала открытых акционерных обществ.

**Источники исследования. В**качестве базовых информационных источников диссертационного исследования автором были использованы:

законы и подзаконные акты Российской Федерации;

труды российских и зарубежных ученых, посвященные изучению собственного капитала с позиций экономической теории, финансов предприятий, финансового анализа и бухгалтерского учета на разных исторических этапах развития указанных наук;

данные периодических изданий, отражающие современные взгляды на ключевые аспекты управления собственным капиталом;

материалы 4-й ежегодной международной конференции «Корпоративные финансы в России»;

международные стандарты учета и финансовой отчетности. Эмпирической базой выполненных практических расчетов и сформулированных по

их итогам выводов послужили:

материалы Госкомстата Российской Федерации;

данные официальной бухгалтерской отчетности, проспекты эмиссий и годовые отчеты ряда российских компаний, размещенные на их официальных Интернет -сайтах;

информация фондовой биржи РТС об итогах торгов акциями российской компании, подробно рассматриваемой в практической части диссертационного исследования.

**Методы и приемы исследования. В**процессе работы над диссертацией автором были использованы такие общенаучные методы исследования как: сравнение, анализ и синтез, индукция и дедукция, обобщение и формализация.

Из числа специальных методов и приемов математики, экономической статистики, анализа финансово - хозяйственной деятельности предприятий и других смежных наук наиболее широко в диссертационном исследовании были задействованы: метод балансовой увязки, методы чтения и анализа финансовой отчетности, прием экспертных оценок, метод средних величин, корреляционный и регрессионный анализ, факторный анализ, дисконтирование, разработка системы показателей и построение аналитических таблиц.

**Научная новизна исследования и наиболее существенные результаты, выносимые на защиту,**заключаются в следующем:

class1 **Сущность собственного капитала, его роль в реализации интересов участников**

**экономической системы «акционерное общество - внешняя экономическая среда»** class1

## Эволюция категории «собственный капитал»

Категория «собственный капитал», являющаяся ключевой в настоящем диссертационном исследовании, формировалась и наполнялась смысловым содержанием на фоне экономических исследований другой, более общей и базовой по отношению к себе категории - собственно, капитала, и потому не может рассматриваться в отрыве от нее.

Капитал одна из фундаментальных экономических категорий, сущность которой научная мысль вьисняет на протяжении ряда столетий. Термин «капитал» происходит от латинского «capitalis», что означает основной, главный. В первоначальных работах экономистов капитал рассматривался как основное богатство, основное имущество. По мере развития экономической мысли это абстрактное и обобщенное понятие наполнялось конкретным содержанием в соответствии с экономическими представлениям времени.

Представители первой в истории экономической мысли школы, впоследствии получившей название «меркантилизм», будучи выразителями интересов купечества, капитал отождествляли с золотом, серебром и деньгами, рассматривая их как абсолютную форму богатства . Приравнивая свои интересы к интересами государства, представители меркантилизма (У. Стаффорд, Т. Манн и другие) утверждают, что нация тем богаче, чем больше золота и серебра она имеет. Накопление же богатства (естественно, в денежной форме) происходит в процессе внешней торговли или в ходе добычи благородных металлов. Откуда следует утверждение, что только труд, занятый в сфере добычи благородных металлов является производительным.

Экономическая школа физиократов и наиболее яркий ее представитель Ф. Кенэ в качестве капитала понимали богатство, необходимое для создания фермерского хозяйства и накопленное до начала осуществления фермером сельскохозяйственного производства2. Классификация капиталовложений, необходимых для создания фермерских хозяйств, включает: авансы при основании, а именно: затраты на очистку, дренаж, ограждение, постройку всякого рода служб и другие подобные расходы; первоначальные авансы, то есть затраты на орудия труда, включая скот и лошадей; и годовые авансы, то есть текущие расходы на семена и наемный труд. Рассмотрение физиократами принципов деятельности фермерских хозяйств при проработке теории капитала связано с исходным тезисом о том, что только земля производит прибавочную ценность. Роль капитала же в этом процессе сводится к материальному обеспечению процесса сельскохозяйственного производства.

Представители классической политэкономии (А. Смит и Д. Рикардо) серьезно углубили исследование сущности капитала, расширили область его рассмотрения сферой промышленного производства. Д. Рикардо понимал капитал как «часть богатства страны, которая употребляется в производстве и состоит из пищи, одежды, инструментов, сырых материалов, машин и пр., необходимых, чтобы привести в движение труд» . В теории А. Смита капитал характеризуется как одна из двух частей запасов, «от которой ожидают получать доход», а «другая часть, - пишет он, - это та, которая идет на непосредственное ... потребление ...»4. А. Смит ввел разделение капитала на основной и оборотный в зависимости от способа его употребления в целях получения прибыли. При этом он отмечал, что если капитал «постоянно уходит от владельца в одной форме и возвращается к нему в другой, и только путем такого обращения или последовательных обменов он может приносить ему какую бы то ни было прибыль», то такого рода капитал следует назвать оборотным. Капитал, который может быть употреблен «на улучшение земли, на покупку полезных машин и инструментов или других подобных предметов, которые приносят доход или прибыль без перехода от одного владельца к другому или без дальнейшего обращения», можно с полным правом назвать основным5.

Весомый вклад в развитие теоретических концепций о капитале внес Дж. Милль -яркий представитель классической экономической науки. Так, ученым был обоснован необходимый уровень дохода (прибыли) на капитал. По мнению Милля, получаемая капиталистом прибыль на капитал должна быть достаточной для трёх видов выплат:

Во-первых, награды за воздержание, то есть за то, что он не потратил капитал на собственные нужды и сохранил его для производственного употребления. Эта величина должна быть равной ссудному проценту, который мог бы быть получен, если бы владелец капитала предоставил возможность другому субъекту возможность использования своего капитала.

class2 **Управление формированием собственного капитала открытых акционерных**

**обществ** class2

## Порядок первоначального и последующего формирования капитала в современных рыночных условиях хозяйствования

По мнению многих современных теоретиков в области финансового менеджмента, в качестве главной цели управления формированием капитала (равно как и финансового менеджмента) можно выделить стремление к максимизации благосостояния собственников компании в текущем и перспективном периодах51. Конкретное выражение данной цели состоит в максимизации рыночной стоимости самой компании. В дальнейшем при проработке вопросов, связанных с управлением формированием собственного капитала и эффективностью его использования, автор настоящего диссертационного исследования полагает возможным считать обозначенную цель приоритетной,

Вопросы, связанные с управлением формированием собственного капитала, целесообразно рассматривать в контексте управления всей величиной капитала, находящейся в распоряжении предприятия. В связи с этим необходимо раскрыть сущность второй - заемной составляющей совокупного капитала.

Заемный капитал (обязательства) соответствует существующей на отчетную дату задолженности организации, которая является следствием свершившихся проектов ее хозяйственной деятельности, и расчеты по которой должны в будущем привести к оттоку активов . К основным видам обязательств акционерного общества, согласно балансовой форме представления информации, можно отнести:

краткосрочные (сроком до 1 года) и долгосрочные (сроком более 1 года) кредиты и займы;

кредиторская задолженность общества поставщикам и подрядчикам, образовавшаяся в результате разрыва между временем получения товарно-материальных ценностей (или потребления услуг) и датой их фактической оплаты;

задолженность перед собственными работниками по оплате труда;

обязательства общества перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами по уплате обязательных периодических платежей;

задолженность прочим хозяйственным контрагентам.

Общий перечень задач, решение которых должно быть организовано финансовым менеджером акционерного общества в процессе управления формированием собственного капитала, логично представить следующим образом:

I. Определение общей потребности в совокупном капитале, необходимом для начала хозяйственной деятельности общества.

II. Выработка оптимальной (целевой) структуры совокупного капитала в увязке с финансовой стратегией предприятия и обоснование впоследствии в случае необходимости допустимых отклонений от нее.

III. Выявление дополнительной потребности в финансовых ресурсах (капитале), необходимых акционерному обществу с тем, чтобы обеспечить необходимые темпы экономического развития в процессе текущей финансово-хозяйственной деятельности.

IV. Определение перечня источников финансирования деятельности, доступных обществу на текущем этапе развития.

V. Выбор оптимальных источников финансирования из числа доступных и принятие решения о том, в каком размере за счет них будет формироваться дополнительный собственный и (или) заемный капитал (причем, оба действия выполняются с ориентацией на целевую структуру капитала).

VI. Реализация практических действий, направленных на удовлетворение потребности в дополнительном собственном и (или) заемном капитале.

Размер, структура формируемого капитала и перечень инструментов, доступных к применению менеджерами общества в процессе формирования капитала, зависят, прежде всего, от стадии жизненного цикла компании.

class3 **Оценка и управление эффективностью использования собственного капитала**

**открытых акционерных обществ** class3

## Методика оценки эффективности использования собственного капитала

Для проведения оценки эффективности использования собственного капитала в первую очередь могут быть привлечены основные формы годовой бухгалтерской отчетности, предоставляемые в налоговые органы всеми акционерными обществами:

Бухгалтерский баланс

Отчет о прибылях и убытках

Отчет об изменениях капитала

Приложение к бухгалтерскому балансу

Пояснительная записка.

При этом основой проведения необходимых аналитических расчетов выступают первые из двух перечисленных отчетных форм, которые формируются компаниями ежеквартально. Информация, содержащаяся в остальных формах, носит поясняющий характер. Поэтому поясняющие формы будут привлекаться в случаях, когда аналитику потребуются дополнительные сведения касательно содержания отдельных статей бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках.

Помимо общедоступной информации в виде годовой бухгалтерской отчетности, при проведении оценки потребуются данные оборотно - сальдовой ведомости и другая внутренняя информация, формируемая компаниями с целью более эффективного управления осуществляемой деятельностью.

Учитывая особую важность первых двух форм бухгалтерской отчетности при проведении количественных расчетов в процессе оценки, для повышения объективности исходной информации применительно к этим формам целесообразно выполнить некоторые поправочные процедуры, направленные на обеспечение сопоставимости отчетных данных за смежные периоды деятельности, принимаемые во внимание аналитиком. На сопоставимость сравниваемых отчетных данных определяющее влияние оказывает учетная политика компании, под которой понимается совокупность применяемых ею способов ведения бухгалтерского учета. Таким образом, в случае, если в учетную политику вносились какие-либо изменения, показатели бухгалтерской отчетности за периоды, сравниваемые с отчетным, должны быть скорректированы, исходя из новых принципов учетной политики. Информацию обо всех изменениях политики можно получить из пояснительной записки, формируемой по итогам отчетного года. При этом среди основных положений учетной политики, изменение которых может повлиять на результаты оценки эффективности собственного капитала, можно выделить:

способы начисления амортизации основных средств и нематериальных активов: например, рост нормы амортизационных отчислений в отчетном периоде по сравнению с предыдущим периодом приведет к более быстрому обесценению активов по данным баланса в отчетном периоде, и, как следствие, к снижению уровня сопоставимости информации;

методы оценки производственных запасов (лифо, фифо, по себестоимости каждой отдельной единицы запаса, по средней себестоимости);

применяемые способы оценки товаров, незавершенного производства и готовой продукции;

порядок списания затрат по ремонту основных средств на себестоимость продукции (по фактическим затратам или равномерными частями за счет созданного ремонтного фонда);

методы признания выручки от реализации продукции: единовременно в момент перехода права собственности на реализуемый объект, в момент сдачи работ или, например, по мере выполнения отдельных этапов работ, характеризующихся длительным циклом их выполнения;

способы определения состава косвенных расходов и методы их распределения;

порядок создания оценочных резервов и резервов предстоящих расходов.