Лисицына Екатерина Викторовна. Формирование финансовой структуры капитала компаний реального сектора экономики России : Дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 395 c. РГБ ОД, 71:04-8/300

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА КАПИТАЛА В ТЕОРИИ И ПРАКТИКЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА 13

1.1. Место и роль финансовой структуры капитала в теории финансового менеджмента 13

1.2. Современные проблемы формирования финансовой структуры капитала компаний реального сектора экономики 32

1.3 Организационно-правовые аспекты формирования финансовой структуры капитала российских компаний 58

ГЛАВА 2. ФОРМИРОВАНИЕ СОБСТВЕННОГО И ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ 81

2.1. Современные тенденции формирования собственного капитала российских компаний 81

2.2. Особенности формирования заемного капитала российских компаний 108

2.2.1. Анализ кредитных источников формирования заемного капитала российских компаний 109

2.2.2. Использование ценных бумаг при формировании заемного / капитала компаний 118

2.3. Роль кредиторской задолженности в формировании финансовой структуры капитала российских компаний 140

ГЛАВА 3. КОНЦЕПЦИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОМПАНИИ 149

3.1. Трансформация финансовых ресурсов в капитал 149

3.2. Цена и стоимость капитала в современной теории управления финансами. Принципы формирования цены капитала в реальном секторе экономики 159

3.3. Процесс формирования финансовой структуры капитала компании 175

3.3.1. Целеполагание формирования финансовой структуры капитала 178

3.3.2. Анализ факторов и ограничений формирования собственного и заемного капитала 190

3.3.3. Оценка влияния финансовой структуры капитала на финансовый результат деятельности компании. Управление финансовым риском формирования финансовой структуры капитала 203

3.3.4. Дивидендная политика российских компаний 216

ГЛАВА 4. МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА В РЕАЛЬНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ 244

4.1. Сравнительный анализ современных финансовых показателей оценки деятельности компании 244

4.2. Методика оценки эффективности финансовой структуры капитала 261

4.3. Оценка эффективности финансовой структуры капитала в отраслевом разрезе реального сектора экономики России 268

ГЛАВА 5. ЦЕНОВАЯ МОДЕЛЬ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА 285

5.1. Методология определения цены капитала компании 285

5.2. Разработка методики определения и анализа цены капитала на отраслевом уровне 302

5.3. Результаты применения методики определения и анализа цены капитала на отраслевом уровне. Анализ ценовой модели

формирования финансовой структуры капитала 312

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 334

БИБЛИОГРАФИЯ 341

ПРИЛОЖЕНИЯ 354

**Введение к работе**

**АКТУАЛЬНОСТЬ ТЕМЫ.**Развитие рыночных отношений в российской экономике, направленность на интенсификацию экономического роста и удвоение ВВП страны, наметившаяся тенденция расширения альтернативных направлений привлечения финансовых ресурсов в реальный сектор экономики, усиление конкуренции и динамизма в бизнесе обусловливают необходимость повышения эффективности деятельности российских компаний. Одним из направлений этого процесса является создание адекватной современным условиям ведения бизнеса системы формирования финансовой структуры капитала.

Выбор темы диссертационного исследования связан с разработкой концепции и методологии формирования финансовой структуры капитала российских компаний, необходимостью выявления и анализа современных тенденций и закономерностей привлечения собственного и заемного капитала в реальный сектор экономики, а также влияния финансовой структуры капитала на эффективность деятельности компаний.

Проблемы формирования и использования финансовых ресурсов традиционно находились и продолжают находиться в центре теории и практики финансового менеджмента в работах зарубежных ученых Р.С. Каплана, Дж. Литнера, Г. Марковица, М. Миллера, Ф. Модильяни, Дж. Моссина, Д.П. Нортона, С. Росса, Дж. Стерна, Б. Стюарта, Ю. Фамы, У. Шарпа и других.

Развитие теории финансового менеджмента в России и странах СНГ связано с такими именами, как И. Т. Балабанов, Н. И. Берзон, И. А. Бланк, В. В. Бочаров, И. В. Ивашковская, В. ЕЛеонтьев, В. В. Баранов, Е. Н. Лобанова, В. В. Ковалев, A.M. Ковалева, М. Н. Крейнина, М.А. Лимитовский, Я. М. Миркин, Н. Ф. Самсонов, Е. В. Семеикова, В. А. Слепов, Е. С. Стоянова, Т. В. Теплова, М. А. Федотова, И. П. Хоминич, Е. И. Шохин и другие.

Проведенный анализ работ по управлению финансами показал, что такие вопросы, как определение места и роли формирования финансовой структуры капитала в финансовом менеджменте, оценка ее влияния на инвестиционную привлекательность российских компаний, разработка концепции трансформации финансовых ресурсов в капитал, не достаточно проработаны ни в теории, ни в практике управления финансами российских компаний. Это значительно осложняет использование методов и инструментов финансового менеджмента в практике российских компаний.

Что касается системы формирования финансовой структуры капитала компаний, то в работах отечественных ученых пока не представлена полная и целостная концепция, которая объединяла бы все направления этого процесса и учитывала бы специфику формирования и использования финансовых ресурсов российских компаний реального сектора экономики.

Решаемая в диссертационной работе проблема заключается в несоответствии потенциальных возможностей российских компаний по эффективному формированию собственного и заемного капитала методологическому обеспечению этого процесса. Для разрешения данного противоречия в работе предложены концепция и система формирования финансовой структуры капитала, методология оценки этой структуры по отраслям реального сектора экономики и ценовая модель формирования финансовой структуры капитала.

Диссертационное исследование строится по следующим основным направлениям: выявление и анализ современных проблем формирования финансовой структуры капитала, определение закономерностей и тенденций формирования собственного и заемного капитала российских компаний реального сектора экономики, разработка концепции и методологии формирования финансовой структуры капитала.

ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ ИССЛЕДОВАНИЯ. В соответствии с  
поставленной научной проблемой цель исследования формулируется  
следующим образом: разработать концепцию и методологию формирования  
финансовой структуры капитала компаний в реальном секторе экономики  
России, направленные на повышение эффективности,

конкурентоспособности и финансовой устойчивости российских компаний в условиях развивающейся российской экономики.

Поставленная цель достигается путем решения следующих логически связанных задач:

определение места и роли финансовой структуры капитала в теории финансового менеджмента;

анализ современных проблем формирования финансовой структуры капитала компаний реального сектора экономики;

выявление организационно-правовой и экономической специфики формирования финансовой структуры капитала российских компаний;

анализ современных тенденций и особенностей формирования собственного и заемного капитала российских компаний;

разработка концепции формирования финансовой структуры капитала в реальном секторе экономики и исследование процесса трансформации финансовых ресурсов в капитал;

разработка подходов к адаптации моделей оценки риска формирования финансовой структуры капитала к российской специфике ведения бизнеса;

исследование взаимодействия цены и стоимости капитала в современной теории управления финансами, разработка принципов формирования цены капитала в реальном секторе экономики;

сравнительный анализ современных финансовых показателей оценки деятельности компании, разработка методики оценки эффективности финансовой структуры капитала по отраслям реального сектора экономики

России, проведение оценки эффективности финансовой структуры капитала в отраслевом разрезе реального сектора экономики России;

- разработка ценовой модели формирования финансовой структуры капитала, направленную на идентификацию и оценку качества управления процессом привлечения и использования финансовых ресурсов в современных условиях развития реального сектора экономики России.

ОБЪЕКТ И ПРЕДМЕТ ИССЛЕДОВАНИЯ. В качестве объекта исследования выбрана деятельность российских компаний, объединенных в отрасли реального сектора экономики, по привлечению и использованию финансовых ресурсов.

Предметом исследования является система экономических отношений при формировании финансовой структуры капитала российских компаний реального сектора экономики, включающая привлечение финансовых ресурсов, их трансформацию в капитал и приращение капитала компании.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ составляют научные труды ведущих отечественных и зарубежных ученых в области корпоративных финансов, управления финансами, менеджмента, макроэкономического анализа рынка, финансового анализа. В ходе исследования использованы системный подход к анализу изучаемых процессов и явлений, методы экономико-математического анализа и др. Применение различных методов научного исследования направлено на обеспечение достоверности результатов экономического анализа, адекватности разработанной модели и аргументированности сделанных выводов.

ИНФОРМАЦИОННАЯ БАЗА исследования состоит из научных, методических, учебных изданий отечественных и зарубежных авторов, информационных, нормативно-правовых, аналитических, статистических, справочных источников, материалов текущей и периодической печати, сводных финансовых балансов российских компаний.

НАУЧНАЯ НОВИЗНА диссертации состоит в разработке концепции и методологии формирования финансовой структуры капитала в реальном секторе экономики.

В рамках диссертационного исследования обоснованы следующие научные положения и выводы:

- раскрыто содержание процесса формирования финансовой  
структуры капитала в реальном секторе экономики;

~ выявлены основные особенности и современные тенденции формирования собственного и заемного капитала в реальном секторе экономики, а также существующие ограничения в формировании финансовой структуры капитала;

определена система формирования финансовой структуры капитала с выделением основных этапов привлечения финансовых ресурсов, их трансформации в капитал и приращения капитала компании;

выявлена взаимосвязь целей формирования финансовой структуры капитала управления компанией с общими ее целями;

разработаны адаптированные к российским условиям модели оценки рисков при формировании финансовой структуры капитала;

разработана методика оценки эффективности финансовой структуры капитала по всем этапам ее формирования на примере основных отраслей реального сектора экономики России;

раскрыта сущность цены и стоимости капитала в современной теории управления финансами;

сформулированы принципы ценообразования на финансовые ресурсы в реальном секторе экономики, проведена классификация этих принципов ценообразования;

разработана методология определения цены капитала компании, на основе которой построена ценовая модель формирования финансовой структуры капитала, включающая методику определения и анализа цены

капитала на отраслевом уровне. На основе данной модели выявлена и количественно определена теснота связи между показателями эффективности финансовой структуры капитала и основными финансовыми коэффициентами.

Полученные результаты призваны содействовать упрочению финансового состояния российских компаний, повышению их инвестиционной привлекательности и как следствие стабильному развитию экономики страны. Они позволят компаниям точнее позиционировать себя на рынке, принимать более адекватные решения по привлечению ресурсов из различных источников, делать обоснованную оценку эффективности управления финансовой структурой своего капитала.

На защиту выносится следующие наиболее существенные результаты диссертационного исследования:

концепция формирования финансовой структуры капитала;

результаты анализа основных тенденций и закономерностей формирования финансовой структуры капитала в реальном секторе экономики России;

адаптированные к российским условиям модели оценки риска при формировании финансовой структуры капитала;

методология оценки эффективности финансовой структуры капитала по отраслям реального сектора экономики России;

методика определения и анализа цены капитала компаний;

ценовая модель формирования финансовой структуры капитала в реальном секторе экономики.

**ПРАКТИЧЕСКАЯ ЗНАЧИМОСТЬ**диссертационной работы определяется тем, что научные идеи, теоретические положения и выводы, составляющие научную новизну исследования, воплощены автором в конкретных рекомендациях и предложениях по формированию финансовой структуры капитала в реальном секторе экономики. Предложенная

методология оценки эффективности финансовой структуры капитала используется в практической деятельности российских компаний, принадлежащих к различным отраслям и сферам бизнеса, например ОЛО «Уралсвязьинформ», ЗАО «Паркет Холл» и др.

**АПРОБАЦИЯ РЕЗУЛЬТАТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ.**Диссертация явилась результатом многолетних исследований автора, основанных на комплексном анализе теоретических и методологических проблем управления финансами в реальном секторе экономики.

Основные научные результаты диссертационного исследования изложены в следующих опубликованных трудах автора: «Формирование капитала российских компаний (монография)» (Изд-во «Экономисть», 2003 г., объем 15,0 п.л.), «Управление финансовой структурой капитала в реальном секторе экономики (монография)» (Изд-во Рос. экон. акад., 2002 г., объем 13,0 п.л.), «Финансовый менеджмент: теория и практика» (рекомендовано Министерством образования РФ в качестве учебника для студентов высших учебных заведений, выдержавшего 5 изданий с 1996 по 2003 г., в соавторстве, авторские 13 п.л.), в ряде статей в журналах «Финансы», «Финансы и кредит» и «Финансовый менеджмент». Основные положения диссертационного исследования изложены в работах общим объемом более 125 п.л., опубликованных в научных журналах и изданиях, сборниках научных трудов, учебниках и учебных пособиях.

Отдельные положения диссертационной работы вошли в отчет но научно-исследовательской работе РЭА им. Г.В. Плеханова по теме: «Исследование и разработка направлений реформирования экономики России 2001 - 2003 гг.» (по заказу Министерства образования РФ).

Материалы диссертации широко использовались в учебном процессе при обучении студентов, получающих первое и второе высшее образование в РЭА им. Г.В. Плеханова, в Московской международной высшей школе бизнеса «МИРБИС» при подготовке по программе МВА, при повышении

квалификации преподавателей и консультантов в рамках Академии менеджмента и рынка (ЛМиР), а также в обучении специалистов в соответствии с Государственным планом подготовки управленческих кадров для организаций народного хозяйства Российской Федерации.

Основные положения диссертации нашли отражение в докладах на «Шестнадцатых Международных Плехановских чтениях» (РЭА им. Г.В. Плеханова, 2003 г.), на X Международной научно-практической конференции «Управление в социальных и экономических системах» (г. Минск, 2003 г.).

Структурно работа состоит из введения, пяти глав и заключения.

В первой главе определены место и роль финансовой структуры капитала в теории финансового менеджмента; выявлены и проанализированы современные проблемы и организационно-правовые аспекты формирования финансовой структуры капитала российских компаний.

Во второй главе на основе анализа современных реалий привлечения финансовых ресурсов российскими компаниями выявлены современные тенденции, особенности и закономерности формирования собственного и заемного капитала.

В третьей главе раскрыты основы концепции формирования финансовой структуры капитала, процесса трансформации финансовых ресурсов в капитал компании, определены и сформулированы понятия стоимости финансовых ресурсов и цены капитала, выделены принципы ценообразования на финансовые ресурсы в реальном секторе экономики.

В четвертой главе на основе сравнительного анализа современных финансовых показателей оценки деятельности компании разработана методология оценки эффективности финансовой структуры капитала по отраслям реального сектора экономики России. Проведен отраслевой анализ этой эффективности за период 1997 - 2002 гг., сделаны выводы, дающие количественную характеристику отраслевых различий эффективности

**формирования финансовой структуры капитала. Представлены результаты использования разработанной методики на примере ОАО «Уралсвязьинформ», одного из крупнейших телекоммуникационных операторов России.**

**В пятой главе на основе разработанной методологии определения цены капитала сформулирована ценовая модель формирования финансовой структуры капитала. Проведена оценка адекватности данной модели, исследованы возможности и представлены результаты применения методики определения и анализа цены капитала на отраслевом уровне и в компании ОАО «Уралсвязьинформ».**

**В заключении приведены наиболее существенные результаты, отражающие научный интерес и практическую значимость для управления финансами компаний в реальном секторе российской экономики.**

## Место и роль финансовой структуры капитала в теории финансового менеджмента

Финансовая структура капитала - это соотношение между различными элементами собственного и заемного капитала компании. Источниками формирования этих элементов капитала являются финансовые ресурсы, которые трансформируются в капитал в процессе их привлечения и использования в финансово-хозяйственной деятельности компании. Целью этой трансформации выступает приращение капитала в виде получения прибыли и/или увеличение стоимости компании.

Формирование финансовых ресурсов компании, их рациональное размещение и использование невозможны без эффективной системы формирования финансовой структуры капитала. В условиях рыночной экономики создание этой системы становится одной из наиболее актуальных, но и сложных задач финансового менеджмента.

Формирование финансовой структуры капитала - неотъемлемая часть финансового менеджмента, ее невозможно рассматривать отдельно от становления теории и практики самого финансового менеджмента.

В отличие от бухгалтерского учета, который имеет длительную историю становления, финансовый менеджмент является относительно молодой наукой. Остановимся более подробно на тех направлениях, которые непосредственно связаны с системой формирования финансовой структуры капитала. Исторически и логически эти направления складывались следующим образом:

1 - оценка финансового состояния компании;

2 - прогнозирование банкротства;

3 - оценка финансовых активов; 4 - теория структуры и цены капитала;

5 - формирование рынка корпоративного контроля;

6 - оценка эффективности создания стоимости компании.

Данную эволюцию теории финансового менеджмента можно объяснить следующим образом. Сначала появились разработки, носящие аналитический характер, направленные на формирование различных методов оценки финансового состояния компании, ее кредитоспособности, прогнозирования банкротства, инвестиционной привлекательности и т.п. (1-е и 2-е направления). Это полностью соответствует логике принятия любого управленческого решения, когда на первом этапе проводится анализ сложившейся ситуации. Затем в рамках финансового менеджмента стали развиваться направления, связанные с методами непосредственного управления финансовой структурой капитала компании (3-е и 4-е направления) и подходы к оценке стоимости компании на основе ранее разработанных концепций цены капитала, денежных потоков и др. (5-е и 6-е направления).

1-е направление - оценка финансового состояния компании. Анализ финансовой отчетности компаний проводился с момента возникновения самой отчетности. Формирование целостной системы оценки финансового состояния компании и ее выделение в отдельную теоретическую область финансового менеджмента следует отнести к 20-м годам XX столетия, когда появились сразу две школы систематизации методов финансового анализа компании.

Первая школа - это «школа статистического финансового анализа» (Ratio Statistic School), появление которой связано с работой А. Уолла, посвященной разработке кредитоспособности компании (1919 г.). Именно эта школа положила начало анализу финансовой структуры капитала в рамках общей оценки финансового состояния компании. Основная идея представителей данного направления финансового анализа заключается в разработке средних пороговых критериев (по различным отраслям и группам однотипных компаний) для сравнения с ними индивидуальных финансовых коэффициентов отдельных компаний. Определение этих нормативных коэффициентов строилось с использованием статистических методов исследования. Начиная с 60-х годов в рамках данной школы проводятся исследования по корреляционному анализу взаимосвязи различных финансовых коэффициентов между собой и выделению независимых групп показателей финансового состояния компании.1 Например, в работах У. Бивера, П. Кеттлера, М.Шоулза была показана возможность использования финансовой отчетности для оценки рыночного риска с помощью корреляции между бетта-коэффициентом фондового рынка и финансовыми коэффициентами.

## Современные тенденции формирования собственного капитала российских компаний

Существенную роль в формировании капитала российских компаний играют собственные источники финансирования. Об этом свидетельствует структура финансирования российских компаний за 1996-2003 гг. На долю собственных источников финансирования приходится около 50 %. Доля собственных средств в финансировании вложений в основной капитал также велика. В 2002 г. она возросла до 51,6 % (1-е полугодие) по сравнению с 46,1% в 2000 г., однако в 1-м полугодии 2003 г. наблюдалось снижение этой доли до 46,5% .

Характеристика основных элементов собственного капитала раскрывается в прил. 2. В целях эффективного управления капиталом наибольший интерес представляет анализ преимуществ, недостатков и ограничений использования источников собственного капитала российских компаний на современном этапе, так как именно они определяют возможности формирования финансовой структуры капитала.

Уставный капитал, являясь первым элементом собственного капитала, служит финансовой основой функционирования компании. Он является существенным признаком акционерного общества. Экономическая и практическая роль создания уставного капитала путем размещения акций заключается в возможности привлечения финансовых средств, необходимых как для начала, так и продолжения хозяйственной деятельности в течение всего жизненного цикла компании. С точки зрения инвестора ценная бумага приобретает самостоятельную ценность, если она предоставляет инвестору определенный набор прав: участие в управлении компанией, получение дохода в виде дивидендов и роста курсовой стоимости акций, преимущественное право на приобретение акций новых выпусков и т. д. Набор этих прав учитывается компанией в управлении процессом финансирования своей деятельности.

Остается дискуссионным вопрос: является ли акция титулом прав собственности на действительный капитал или титулом прав собственности на доход? На наш взгляд, нельзя противопоставлять эти права. У акционера есть право на доход, которое он реализует путем получения дивиденда или через перепродажу акций. Право на вложенный капитал возникает, когда количество акций позволяет реально воздействовать на ход управления компанией.

Опыт финансирования акционерных обществ выработал большое количество разновидностей акций, которые удовлетворяют самые различные запросы инвесторов и менеджеров. Держатели акций являются собственниками компании и как таковые обладают определенными правами и привилегиями, которые и характеризуют инвестиционную привлекательность этого вида ценных бумаг.

Если рассматривать право на получение дохода, то положение акционеров и кредиторов компании отличается. Компания обязана осуществить процентные или иные выплаты по кредитному договору или владельцам облигаций, в то время как размер дивидендов, так же как и сама их выплата, акционерам не гарантируется. Владельцы обыкновенных акций реализуют право на долю в прибыли только при выплате дивидендов.

## Трансформация финансовых ресурсов в капитал

Центром формирования финансовой структуры капитала является процесс трансформации финансовых ресурсов в капитал, который требует более детального исследования, так как до настоящего времени не существует однозначной трактовки как понятия «капитал», так и самого процесса взаимосвязи финансовых ресурсов и капитала.

Разработка концепции формирования финансовой структуры капитала невозможна без полного и обоснованного понятийного аппарата. В настоящее время достаточно много пробелов и неточностей в определении основных понятий, входящих в систему финансового менеджмента. Это отражается не только на появлении несоответствий в трактовке самих терминов и понятий в теоретических и методических материалах, но и осложняет процесс использования уже существующих и разработку новых методов и инструментов формирования современной системы управления финансами, что в полной мере относится к понятийному аппарату формирования финансовой структуры капитала.

Формирование финансовой структуры капитала строится на сравнительном анализе и взаимосвязи таких понятий, как «финансовые ресурсы» и «капитал». Исходя из определения финансовых ресурсов как денежных доходов и поступлений, находящихся в распоряжении компании и предназначенных для выполнения инвестиционных и финансовых обязательств, осуществления затрат по простому и расширенному воспроизводству, можно сказать, что финансовые ресурсы являются денежной формой выражения финансовых отношений компании. Соответственно, в силу разнообразия финансовых отношений и сами финансовые ресурсы весьма многообразны.

В целях разработки концепции формирования финансовой структуры капитала необходимо провести сравнение таких понятий, как «финансовые ресурсы» и «капитал» (нем. - Kapital, от лат. capitalis - главный). Природа капитала и его сущность лежали в основе экономических исследований на протяжении столетий. Классическая политическая экономия связывала природу капитала с определенными видами богатства1. Дж. С. Милль определял капитал как накопленный запас продуктов труда. Ж. Сей в капитале, как накопленном запасе определенных вещей и труда, выделил специфическую характеристику - предпринимательскую способность или способность создавать доход. К. Маркс показал, что капитал предприятия находится одновременно в трех формах: денежной, производительной и товарной. Без одновременного присутствия всех трех форм невозможно возрастание стоимости факторов производства. Таким образом, был выявлен ключевой признак капитала - это способность к самовозрастанию или способность приносить доход. Этот признак неизменно формирует основу определения капитала. П. Самуэльсон, например, рассматривает капитал как богатство, являющееся результатом прошлого труда, находящееся в частной собственности и обладающее способностью приносить доход.

Многие американские экономисты (Д. Хайман, П. Хейне, П. Самуэльсон и др.) определяют капитал как ресурс длительного пользования, создаваемый с целью производства большего количества товаров и услуг. При этом физически капитал рассматривается как машины, здания, сооружения, передаточные устройства, запасы сырья и человеческий капитал.