Легоева Диана Олеговна. Оптимизация финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью компании : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Легоева Диана Олеговна; [Место защиты: Юж. федер. ун-т].- Краснодар, 2009.- 188 с.: ил. РГБ ОД, 61 09-8/2260

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОПТИМИЗАЦИИ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ 14

1.1. Экономическое содержание финансовой структуры капитала компании 14

1.2. Теоретические подходы к формированию и оптимизации финансовой структуры капитала компании 29

1.3. Концепция оптимальной финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью компании 47

2. СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ ИЗМЕНЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОМПАНИЙ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ 63

2.1. Особенности формирования капитала компаний в российской экономике 63

2.2. Анализ финансовой структуры капитала отечественных компаний 81

2.3. Влияние финансовой структуры капитала на результаты деятельности компаний 95

3. ОБОСНОВАНИЕ НАПРАВЛЕНИЙ ОПТИМИЗАЦИИ ФИНАНСОВОЙ

СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ 112

3.1. Аналитические инструменты управления стоимостью компании 112

3.2. Модель формирования оптимальной финансовой структуры капитала компании 130

Заключение 147

Список использованных источников 159

Приложения 172

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**На современном этапе развития российской экономики, характеризующемся усилением неопределенности финансовой среды, процесс формирования капитала компаний и оптимизации его финансовой структуры приобретает приоритетную значимость. Задачи технологической модернизации, диверсификации хозяйственной деятельности и повышения конкурентоспособности компаний при ограниченности их финансовых ресурсов требуют совершенствования политики формирования капитала с учетом перспективных и текущих целей развития.

Оптимальное сочетание указанных целей с точки зрения современных теорий финансового менеджмента достигается на основе стоимостного подхода к управлению компанией, ориентированного на выбор рыночной стоимости компании как приоритетного критерия результатов ее деятельности. Именно с эгих позиций должна оцениваться эффективность всех финансовых решений, в том числе в области формирования финансовой структуры капитала, что определяет особую важность разработки теоретических основ и методического инструментария оптимизации финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью компании.

Процессы рыночного переустройства российского хозяйства обусловливают необходимость активного внедрения в экономическую жизнь страны современных моделей формирования структуры капитала и развития стоимостного подхода к управлению компанией. Вместе с тем апробированные в зарубежных странах формы и методы управления структурой капитала должны быть адаптированы к особенностям национальной экономики и финансовых рынков. При формировании структуры капитала российских компаний важно учитывать специфические условия их деятельности, динамизм факторов внешней и внутренней среды.

Несмотря на теоретическую и практическую значимость проблемы финансовой структуры капитала и интенсификацию поиска методик, адекватных новым задачам, в экономической литературе пока отсутствуют концептуальные и прикладные разработки, отражающие специфику формирования оптимальной финансовой структуры капитала с позиций стоимостного подхода. Указанные обстоятельства требуют углубления теоретических исследований и обоснования эффективных методических подходов, позволяющих обеспечить оптимизацию финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью компании.

Степень разработанности проблемы. Теоретические основы и практические методы формирования оптимальной финансовой структуры капитала компаний всегда находились в центре внимания ученых и практиков.

Основные методологические подходы к исследованию капитала изложены в фундаментальных трудах Л. Вальраса, У. Джевонса, Ф. Кепэ, В. Ле-Кутре, К. Маркса, А. Маршалла, Д. Риккардо, У. Петти, А. Пигу, П. Самуэльсона, Дж. Синкса, А. Смита, И. Фишера, Д. Хикса, К. Эрроу и др.

Проблемы структуры капитала и ее оптимизации исследованы в фундаментальных трудах М. Бейкера, С. Бихчандани, М. Брепнана, Дж. Веглера, Д. Джентера, Д. Дюрана, М. Иенсена, X. Леланда, С. Майерса, Н. Майлуфа, У. Меклинга, М. Миллера, Ф. Модильяни, Дж. Финнерти, Дж. Ван Хорна, Д. Хиршляйфера, Ф. Ли Ченга, Е. Шварца, Дж. Уильямса, И.Уэлча. Влияние структуры капитала на результаты деятельности компаний раскрыто в эмпирических исследованиях Дж. Зечнера, Т. Оплера, С. Титмана, Е. Фишера, Е. Фама, К. Френча, Р. Хенкеля, А. Ховакимиана и др.

Возможностям стоимостного подхода к анализу корпоративных финансовых отношений и управлению финансами посвящены работы Ф. Блэка, Т.Г. Лознева, Т. Коупленда, Т. Коллера, В.В. Криворотова, Дж. Мурина, М. Скотта, Е.Г.Патрушевой, Л.Д. Ревуцкого, Д. Роша, К. Уолша, М. Шоулза и др.

Различные аспекты формирования капитала и его финансовой структуры в российской экономике рассмотрены в работах И.А. Бланка, В.В. Бочарова, П.Л. Виленского, А.В. Грачева, Р.Г. Ибрагимова, И. Ивашковской, Л.Л. Игониной, В.В. Ковалева, О. А. Кузнецова, В.Н. Лившица, М.А. Лимитовского, Н.Б. Рудыка, С.А. Смоляка, Е.С. Стояновой, Т.В Тепловой и др.

Указанные работы внесли ценный вклад в развитие идеи диссертационного исследования. Вместе с тем их анализ позволил выявить неразработанные аспекты проблемы, связанные с необходимостью обоснования концептуальных и методических основ формирования оптимальной финансовой структуры капитала под углом зрения стоимостного подхода.

Теоретическая и практическая значимость проблемы оптимизации финансовой структуры капитала с позиций управления стоимостью компании на современном этапе развития российской экономики, степень ее научной разработки определили выбор темы, цель и задачи диссертационного исследования.

**Цель и задачи исследования.**Цель диссертационного исследования состоит в обосновании концепции и разработке методических подходов к формированию оптимальной финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью российских компаний на современном этапе экономического развития.

Достижение дайной цели обусловило необходимость решения комплекса взаимосвязанных задач:

- уточнить экономическое содержание финансовой структуры капитала  
компании;

исследовать и систематизировать теоретические подходы к формированию и оптимизации финансовой структуры капитала компании;

- обосновать концепцию оптимальной финансовой структуры капитала в  
системе управления стоимостью компании;

- выявить особенности формирования капитала компаний в российской  
экономике;

проанализировать финансовую структуру капитала отечественных компаний;

определить влияние финансовой структуры капитала на результаты деятельности компаний;

обосновать выбор аналитических инструментов управления стоимостью компании;

- разработать модель формирования оптимальной финансовой структуры  
капитала компании под углом зрения стоимостного подхода.

**Объект и предмет исследования.**Объектом исследования является процесс формирования финансовой структуры капитала в его объективно обусловленной связи с управлением стоимостью российских компаний. Предметом исследования выступают финансовые отношения, возникающие в процессе оптимизации финансовой структуры капитала в рамках стоимостного подхода на современном этапе развития российской экономики.

**Теоретико-методологической основой исследования**выступают фундаментальные концепции, разработанные в классических трудах зарубежных и отечественных ученых в области формирования финансовой структуры капитала и стоимостного подхода к управлению компаниями. В процессе исследования были использованы концептуальные положения классической, неоклассической, марксистской, институциональной теорий капитала, структуры капитала, стоимости капитала и управления стоимостью компаний.

**Инструмен гарно-методический аппарат работы.**В основу исследования поставленной проблемы положены общенаучные методы познания экономический явлений и процессов (диалектический, системно-структурный и системно-функциональный подходы). Для решения частных

**7**задач использованы методы финансового, статистического, сравнительного, ситуационного и экономико-математического анализа, экспертных оценок.

**Информационно-эмпирическая база исследования**представлена содержанием монографий, научных статей, тезисов докладов и иных публикаций российских и зарубежных ученых по проблемам формирования структуры капитала и управления стоимостью компаний, статистическими данными, опубликованными в экономической литературе, периодической печати, информационными, аналитическими материалами и экспертными оценками российских и зарубежных информационно-статистических и аналитических агентств, финансовой отчетностью российских компаний, Интернет-ресурсами, собственными расчетами соискателя. Нормативно-правовая база исследования представлена федеральными законами, постановлениями Правительства Российской Федерации, нормативными и инструктивными актами Российской Федерации, регламентирующими сферу управления финансами компаний.

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования**исходит из предположения о взаимосвязи финансовой структуры капитала и обоснованной рыночной стоимости компании, максимизация которой с позиций стоимостного подхода к управлению компанией выступает приоритетным критерием оптимизации финансовой структуры капитала. Ограниченность инструментальных возможностей традиционных учетных и финансовых методов в этом отношении может быть преодолена на основе разработки эффективного методического инструментария оптимизации финансовой структуры капитала, встроенного в систему управления стоимостью компании.

**Основные положения работы, выносимые на защиту.**

**1.**Управление формированием капитала и его финансовой структурой, соответствующее целям и стратегическим направлениям хозяйственной деятельности компании, является приоритетным условием ее эффективного развития. Капитал компании, рассматриваемый под углом зрения

**8**комбинирования методологических возможностей экономического, ресурсного, операционального и инвестиционно-финансового подходов, категориально характеризуется как совокупная стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в активы компании, с целью приращения этой стоимости с учетом доходности, ликвидности и риска. Финансовая структура капитала компании представляет собой соотношение всех форм собственных и заемных финансовых средств, используемых компанией для инвестирования в активы в процессе хозяйственной деятельности.

1. Вектор эволюции теорий финансовой структуры капитала состоит в учете все большего многообразия факторов, детерминирующих эту структуру и отражающих влияние внешней и внутренней среды; совокупность указанных факторов включает институционально-правовой, финансово-экономический и социально-управленческий блоки. Теории финансовой структуры в соответствии с отправными методологическими подходами могут быть подразделены на неоклассические теории, исходящие из условий совершенства рынка и рациональности экономических субъектов (традиционная теория, теория Модильяни - Миллера, теория стационарного соотношения), и институциональные теории, исходящие из условий асимметрии информации и нерациональности хозяйственных агентов (сигнальные теории, теория противоречия интересов, поведенческие теории).
2. Система управления стоимостью компании строится на основе выбора ключевых факторов роста стоимости, одним из которых является финансовая структура капитала, что определяет взаимосвязь ее оптимизации с приращением стоимости компании. Концепция оптимизации финансовой структуры капитала представляет собой систему научно-обоснованных и обобщающих практический опыт взглядов на цели и принципы, определяющие процесс формирования оптимальной финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью компании. Целью и приоритетным критерием оптимизации структуры капитала является

**9**максимизация обоснованной рыночной стоимости компании, принципами -научная и практическая обоснованность; целенаправленность; учет соотношения «доходность - риск - ликвидность»; учет динамизма изменения внешних и внутренних детерминант; достижение целевых параметров при рациональном использовании имеющихся возможностей и ресурсов. В соответствии с разработанной концепцией под оптимальной финансовой структурой капитала компании понимается такое соотношение всех форм собственного и заемного капитала, при котором достигается максимизация обоснованной рыночной стоимости компании с учетом требуемого баланса «доходность - риск - ликвидность».

4. Процесс формирования капитала компаний в российской экономике  
характеризуется следующими особенностями: неравные возможности  
формирования капитала для компаний с различной величиной активов в силу  
дифференциации их финансового положения и доступа к ресурсам  
финансового рынка; высокая зависимость крупных компаний от мировых  
финансовых рынков, формирующая фактор финансовых рисков;  
недостаточный потенциал и диспропорции внутреннего финансового рынка,  
ограничивающие возможности мобилизации внешних источников  
формирования капитала компаний; существенная роль кредиторской  
задолженности в формировании капитала отечественных компаний; рост  
влияния государства на процессы формирования капитала российских  
компаний.

5. Исследование финансовой структуры капитала, проведенное на  
примере компаний телекоммуникационной отрасли, выявило следующие  
значимые характеристики: компании в целом имеют положительную  
динамику собственного капитала, достигаемую за счет увеличения  
нераспределенной прибыли; в компаниях, имеющих более высокие, чем в  
среднем по отрасли, темпы роста, наблюдается тенденция к снижению  
темпов роста собственного капитала и наращиванию задолженности, прежде  
всего, в виде кредитов банков и облигационных займов; уровень и динамика

**10**долговой нагрузки телекоммуникационных компаний существенно различаются, однако в целом в финансовой структуре их капитала преобладает долгосрочный (перманентный) капитал.

6. Анализ воздействия финансовой структуры капитала на результаты  
деятельности телекоммуникационных компаний с применением  
традиционных методов позволил эмпирически подтвердить наличие  
зависимости между соотношением собственного и заемного капитала и  
результативными показателями. Вместе с тем, несмотря на определенные  
результаты, традиционные методы в рамках бухгалтерского и финансового  
подходов не дают возможности установить значения оптимальной  
финансовой структуры капитала под углом зрения максимизации  
обоснованной рыночной стоимости компании, что обусловливает  
необходимость разработки более эффективных моделей.

7. Практическая реализация стоимостного подхода к оптимизации  
финансовой структуры капитала предполагает выбор аналитического  
инструмента управления стоимостью компании. Компаративный анализ  
методических возможностей основных оценочных подходов позволил  
обосновать необходимость использования в качестве такого инструмента  
модель экономической прибыли на основе показателей EVA и MVA,  
обеспечивающей синтез учетного и финансового подходов путем сочетания  
стандартной бухгалтерской отчетности компаний и требований стоимостной  
концепции управления.

8. Оптимизация финансовой структурой капитала компании в  
перспективном и текущем периодах может осуществляться с помощью  
модели, ориентированной на максимизацию обоснованной рыночной  
стоимости и учет соотношения «доходность - риск - ликвидность» с  
использованием матричного инструментария. Модель обеспечивает выбор  
оптимальной финансовой структуры капитала компании на основе  
установления стратегических и оперативных индикаторов рыночной  
стоимости, выделения ключевых финансовых рычагов стоимости,

**11**формирования сценарных вариантов, учитывающих воздействие внешних и внутренних факторов и разработки гибких механизмов управленческих воздействий.

**Научная новизна диссертационного исследования**состоит в обосновании концептуальных основ и разработке методического инструментария формирования оптимальной финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью российских компаний на современном этапе экономического развития. Приращение научного знания, полученное в диссертации, представлено следующими элементами:

- разработана классификация теорий структуры, отличающаяся от  
существующих тем, что в ее основу положены фундаментальные  
методологические принципы, из которых исходят указанные теории; это  
позволило выделить неоклассические теории, базирующиеся на принципах  
совершенства рынка и рациональности экономических субъектов  
(традиционная, Модильяни - Миллера, стационарного соотношения) и  
институциональные теории, опирающиеся на принципы асимметрии  
информации и нерациональности хозяйственных агентов (сигнальные,  
противоречия интересов, поведенческие);

- обоснована концепция формирования оптимальной структуры капитала  
в системе управления стоимостью компании путем идентификации целевого  
критерия оптимизации - максимизации обоснованной рыночной стоимости  
на основе создания экономической прибыли, установления принципов  
оптимизации (научная и практическая обоснованность финансовых решений  
по выбору финансовой структуры капитала, целевая ориентация, учет  
соотношения «доходность - риск - ликвидность», учет динамизма изменения  
внешних и внутренних факторов, достижение целевых параметров при  
рациональном использовании имеющихся ресурсов), что позволило углубить  
научное представление о процессе оптимизации финансовой структуры  
капитала под углом зрения стоимостного подхода;

уточнено понятие оптимальной финансовой структуры капитала компании как соотношения всех форм собственного и заемного капитала, обеспечивающего максимизацию обоснованной рыночной стоимости компании с учетом баланса «доходность - риск - ликвидность»; которое в отличие от традиционных дефиниций отражает весь комплекс инвестиционных качеств капитала (доходность, риск, ликвидность), что позволяет увязать целевой критерий оптимизации его финансовой структуры с системой необходимых ограничений;

выявлены тенденции изменения финансовой структуры капитала в компаниях с различными темпами роста, выражающиеся в повышении доли собственного капитала, формируемого преимущественно за счет прибыли, в компаниях с более низкими темпами роста, и наращивании долговой нагрузки в компаниях с более высокими темпами роста; установлена зависимость между финансовой структурой капитала и результативными показателями деятельности компании, характеризующая усиление волатильности прибыли и рентабельности при росте доли заемного капитала;

- разработана модель, позволяющая практически реализовать концепцию  
оптимизации финансовой структуры капитала в системе управления  
стоимости компании в перспективном и текущем периодах, раскрыт ее  
алгоритм, построенный с учетом идентификации стратегических и  
оперативных индикаторов рыночной стоимости, выделения ключевых  
финансовых рычагов стоимости, ретроспективного анализа, перспективного  
выбора на основе мультифакторных сценарных вариантов и формирования  
механизмов управленческих воздействий, предложен эффективный  
методический инструментарий матричного моделирования в стратегическом  
и тактическом разрезах.

**Теоретическая значимость исследования**состоит в том, что полученные в ходе диссертационного исследования положения, выводы и предложения развивают и дополняют ряд аспектов теории финансов и финансового менеджмента и могут служить теоретической основой для

13 разработки политики компаний в области управления финансовой структурой капитала и стоимостью компании.

**Практическая значимость работы.**Основные выводы и

рекомендации, содержащиеся в работе, могут быть использованы в хозяйственной практике российских компаний при создании систем управления финансовой структурой капитала, внедрении стоимостного подхода к управлению финансами компаний, а также использоваться в целях совершенствования структуры, содержания и методики преподавания ряда учебных курсов высшей школы: «Теория финансов», «Финансы предприятий (организаций»), «Финансовый менеджмент».

**Апробация результатов исследования.**Основные положения, выводы и практические рекомендации, полученные в ходе исследования, были апробированы в докладах, выступлениях соискателя на международных, межрегиональных и вузовских научно-практических конференциях в городах Владикавказ, Краснодар, Сочи в 2007 - 2009 годах.

Ряд положений диссертации использован при разработке корпоративной политики в области управления финансовой структурой капитала ряда российских компаний, а также в преподавании учебных курсов «Теория финансов», «Финансы предприятий (организаций»), «Финансовый менеджмент» в Институте экономики, права и гуманитарных специальностей (г. Краснодар).

Публикации результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования нашли отражение в 7 научных публикациях соискателя общим объемом 2,6 п. л., из них авторский вклад - 2,5 п.л.

**Структура диссертационной работы.**Исследование состоит из введения, трех глав, включающих восемь параграфов, заключения, списка использованных источников (170 наименований). Работа содержит 21 таблицу, 22 рисунка и 16 приложений.

## Экономическое содержание финансовой структуры капитала компании

На современном этапе развития экономики любая компания функционирует в жесткой конкурентной среде. В этих условиях эффективность работы компании, особенно в долгосрочной перспективе, предполагающей не просію выживание на рынке, а обеспечение высоких темпов развития и повышение конкурентоспособности, во многом зависит от особенностей формирования капитала компании и оптимальности его структуры.

Управление формированием капитала компании направлено на обеспечение потребности в источниках финансирования ее хозяйственной деятельности с учетом специфики функционирования и динамизма развития компании, а также достижение сбалансированности структуры данных источников на основе критериев оптимизации, соответствующих целям и стратегическим направлениям развития компании.

Определение оптимальной финансовой структуры капитала является одной из наиболее сложных проблем финансового менеджмента. В значительной мере это связано со сложностью функционального содержания и структурной организации капитала. В данной связи исследование финансовой структуры капитала предполагает, прежде всего, обращение к анализу исходной категории - «капитал».

Капитал относится к числу фундаментальных категорий экономической и финансовой науки. Эволюция теорий капитала отражает процесс развития общественного производства и возрастание его сложности.

Одно из первых определений капитала встречается в работах меркантилистов, которые отождествляют капитал с одной из его функциональных форм - денежной, объектом их анализа служит, прежде всего, торговый капитал1. Представители школы физиократов, исследуя движение товарного капитала и процесс накопления капитала, уже разграничивают категории капитала и дохода. Тем самым они формируют основу понимания его роли в процессе производства, однако последний ограничивается рамками сельского хозяйства".

Существенный вклад в исследование капитала внесли представители классической, марксистской и неоклассической парадигмы. Работы У. Петти, А. Смит и Д. Риккардо заложили фундаментальную базу для познания капитала как категории, имеющей сложную экономическую природу. У. Петти впервые стал исследовать экономические отношения во взаимосвязи с отношениями, складывающимися в процессе общественного производства, что позволило впоследствии сформировать классический подход, опирающийся на концепцию кругооборота капитала и создание прибавочной стоимости. А. Смит обосновал принципы возникновения, формирования и функционирования капитала. Вместе с тем, характеризуя капитал как накопленный запас вещей или денег (накопленное богатство), он рассматривал его в статичном положении, не уделяя должного внимания его движению. Д. Рикардо трактовал капитал как средства производства, в то же время, развивая идеи А. Смита, он значительно продвинулся в изучении прибыли на капитал и перераспределения капитала.

## Особенности формирования капитала компаний в российской экономике

Условия перехода российской экономики к рыночным отношениям определили существенную специфику процессов формирования капитала отечественных компаний. Вследствие системного экономического кризиса, охватившего все сферы хозяйства в начальный период экономического реформирования, за 1991-1998 гг. ресурсы валовых национальных сбережений уменьшились в 2,9 раза, при этом снизилась их доля, используемая для накопления в реальном секторе экономики. Уменьшение финансовых накоплений усугублялось неразвитостью рыночного механизма капитализации сбережений.

Отечественные компании, которые в своей значительной части находились в тяжелом финансовом положении, с одной стороны, не обладали достаточными собственными источниками для финансирования инвестиционной деятельности, а, с другой стороны, были не в состоянии привлечь ресурсы кредитного и фондового рынков.

При неблагоприятных тенденциях, сложившихся в 1991-1998 гг. в хозяйственной сфере, возможности использования внутренних источников формирования собственного капитала были весьма ограничены. Спад производства, кризис неплатежей, рост издержек производства обусловили значительное уменьшение массы прибыли и масштабов ее капитализации.

Как отмечалось, прибыль является основным внутренним источником формирования собственного капитала. Она становится элементом собственного капитала после того, как пройдет стадию формирования в операционной, инвестиционной и финансовой сферах деятельности компании, стадию использования для покрытия обязательных выплат по обслуживанию долга и налоговых выплат, стадию распределения на формирование резервного капитала и выплату дивидендов, то есть приобретет форму нераспределенной прибыли.

Пропорции распределения и капитализации прибыли определяются целым рядом внутренних и внешних факторов. К основным внутренним факторам относят: величину чистой прибыли, необходимость и возможность реального инвестирования, соотношение между риском и доходностью, корпоративные отношения, к внешним - нормативные параметры процесса распределения прибыли, налоговую систему, среднерыночную норму прибыли на инвестированный капитал и др.1 В силу ситуации, сложившейся в российской экономике в рассматриваемый период, влияние указанных факторов носило лимитирующий характер.

В 1992-1995 гг. рост прибыли в экономике был вызван ценовым фактором, в реальном выражении объем прибыли существенно сократился. Так, в 1992 г. соотношение прибыли к ВВП составляло 32%, а в 1996 г. 3,6%. С 1996 г. стала сокращаться и номинальная совокупная масса прибыли в основных отраслях материального производства. Причины этого сокращения были связаны с экономическим спадом, высокими ограничениями спроса, дисбалансом цен конечной и промежуточной продукции, ухудшением состояния расчетов и платежей. При этом вследствие разрастания неплатежей и бартерных сделок денежная составляющая прибыли в выручке от продаж резко сократилась, что практически исключало саму возможность ее капитализации.

class3 **ОБОСНОВАНИЕ НАПРАВЛЕНИЙ ОПТИМИЗАЦИИ ФИНАНСОВОЙ**

**СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ** class3

## Аналитические инструменты управления стоимостью компании

Реализация стоимостного подхода к оптимизации финансовой структуры капитала компаний предполагает обоснование выбора параметров оценки результатов деятельности на основе рыночной стоимости и выстраивание по этому целевому критерию системы факторов ее создания. Несмотря на признание значимости стоимостной концепции, в финансовой практике сохраняется ряд проблем, связанных с неоднозначным пониманием возможностей ее применения в процессе финансового управления.

Даже в развитых странах Запада, где стоимостный подход к финансовому управлению применяется со второй половины XX века, масштабы этого применения, согласно проводимым исследованиям, характеризуются существенными различиями в страновом разрезе. Так, в Австрии, Германии, Ирландии, Швейцарии его использовали 75% крупнейших компаний, в Великобритании - 65%, во Франции - 50%, Италии - 40%, в Норвегии и Швеции - около 30%. Причем одни компании, декларирующие применение стоимостного подхода, сводили его к оценке эффективности стратегических решений при поглощениях и реализации инвестиционных проектов, другие - к использованию в качестве дополнительного инструмента постановки целей и оценки своей деятельности1. Вместе с тем, нельзя не отметить, что в процессе развития стоимостного подхода происходило постоянное совершенствование инструментов управления стоимостью компании и методик ее определения.

В российской финансовой практике стоимостный подход к управлению компанией (VBM) лишь начинает использоваться. Это обусловливает необходимость обращения к аналитическому инструментарию оценки рыночной стоимости компании, разработанному в западных странах, выявлению возможностей VBM в области оптимизации финансовой структуры капитала компаний.

Наиболее общий подход к оценке рыночной стоимости фирмы в развитых странах базируется на определении его рыночной капитализации. Как отмечает Г.Б. Клейнер, величина и динамика капитализированной стоимости фирмы в рыночной экономике достаточно тесно коррелирует с изменением рыночной стоимости действующего бизнеса . Вместе с тем, в последние десятилетия на мировых финансовых рынках сформировалась тенденция к опережающему превышению рыночных оценок компаний по сравнению с их реальными активами, которая выступила одним из ключевых факторов современного мирового финансового кризиса.

Для определения обоснованной рыночной стоимости фирмы возникает необходимость производить ее специальную оценку. В этих целях в странах с развитой рыночной экономикой разработан ряд показателей и методик; основанных на выделении трех основополагающих подходов: затратного (имущественного), сравнительного (рыночного) и доходного (приложение 14). Каждый из указанных подходов имеет определенные преимущества и недостатки, которые достаточно полно исследованы в экономической литературе2.