Фокина Елена Анатольевна. Финансовое управление капиталом телекоммуникационной корпорации : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Фокина Елена Анатольевна; [Место защиты: Волгогр. гос. ун-т].- Волгоград, 2008.- 185 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/1000

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ КОРПОРАЦИИ 12

1.1. Понятие и природа корпорации как системы 12

1.2. Специфика капитала корпорации как объекта финансового управления .22

1.3. Система управления капиталом корпорации 32

ГЛАВА II. ВЛИЯНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ, ЭМИССИОННОЙ И ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИК

НА ФОРМИРОВАНИЕ КАПИТАЛА ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ КОРПОРАЦИИ 46

2.1 Общая характеристика и анализ финансового состояния ОАО «Мобильные Теле Системы» 46

2.2. Дивидендная политика корпорации 62

2.3. Эмиссионная и долговая политики корпорации 75

ГЛАВА III. ДИВЕРСИФИКАЦИЯ КАПИТАЛА ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ

КОРПОРАЦИИ 92

3.1. Оптимизация структуры капитала телекоммуникационной корпорации . 92

3.2. Финансовый реинжиниринг в регионально диверсифицированной

корпорации 110

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 139

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 146

ПРИЛОЖЕНИЯ 173

**Введение к работе**

**Актуальность исследования. В**экономике России в последнее время произошли существенные изменения, связанные в первую очередь с трансформацией политического и макроэкономического мировоззрения.

Важнейшим итогом экономических преобразований в России явилось появление большого ряда интегрированных субъектов, сформировавших корпоративный сектор экономики. С момента своего появления корпорации стали оказывать существенное влияние на жизнь общества и политику государственной власти не только отдельных стран, но и в масштабах, превосходящих размеры многих государств. Актуальность данного исследования определяется относительной новизной для России предпринимательства в форме корпорации и недостаточностью детально изученных отраслевых особенностей финансового управления капиталом телекоммуникационной корпорации. Актуальность изучения проблемы финансового управления капиталом телекоммуникационной корпорации объясняется необходимостью:

создания нового, более эффективного механизма финансового управления диверсифицированным капиталом корпорации при регионализации ее бизнес-единиц;

выявления факторов, а также, наиболее современных и гибких инструментов долговой и эмиссионной политики, влияющих на принятие решений по структуре капитала;

соблюдения баланса интересов собственников и управляющих, посредством разработки и реализации дивидендной политики. **Степень научной разработанности проблемы.**Проблемы

финансового управления капиталом всегда представляли интерес для отечественных и для зарубежных экономистов.

В западной экономической мысли существует большое количество научных работ, посвященных управлению капиталом и поиску его

**4**оптимальной структуры. Эти работы имеют достаточно большую область практического применения, так как формируют теоретическую базу для принятия управленческих решений и позволяют максимизировать рыночную стоимость корпораций. Важный вклад в разработку указанных проблем внесли работы Р. Брейли, Ю. Бригхема, Дж. К. Ван Хорна, Л. Гапенски, К. Гриффида, А. Дамодарана, П. Дойла, Б. Коласса, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. Майерса, Ф. Модильяни, М. Миллера, Дж. Муррина, Ш. Пратта, С. Росса, К. Уилсона, К. Ферриса, Дж. Фишмена и др.

Развитие теории финансового управления капиталом и стоимостью корпораций в России связано с такими именами, как Л.П. Белых, И.Ю. Беляева, Т.Б. Бердникова, И.А. Бланк, Н.Б. Рудык, И.Т. Балабанов, В.В. Бочаров, СВ. Валдайцев, А.Г. Грязнова, В.В. Ковалев, В.Е. Леонтьев, Я.М. Миркин, Е.С. Стоянова, Т.В. Теплова и др.

При существенной методологической значимости и научном интересе к проблеме финансового управления капиталом в данной области остается немало нерешенных, дискуссионных проблем. В работах отечественных ученых пока не представлена общепринятая и целостная концепция цены и структуры корпоративного капитала, которая объединяла бы все направления управления им и учитывала бы страновую, региональную, отраслевую специфику его формирования и использования. Отсутствуют комплексные исследования специфики дивидендной, долговой и эмиссионной политики и определение их взаимосвязанной роли в принятии эффективных финансовых решений.

**Цель исследования**— теоретико-методическое обоснование применения инструментов эмиссионной, дивидендной и долговой политики корпорации в финансовом управлении ее капиталом при усложнении организационно-финансовой структуры.

В соответствии с поставленной целью работа была ориентирована на решение следующего комплекса взаимосвязанных задач, определивших логику диссертационного исследования и его структуру:

раскрыть содержание и направления процесса финансового управления капиталом телекоммуникационной корпорации;

выявить особенности формирования финансовых ресурсов телекоммуникационных корпораций;

определить наиболее рациональный для роста стоимости компании тип дивидендной политики телекоммуникационной корпорации;

рассмотреть инструменты эмиссионной и долговой политики и особенности их влияния на капитал телекоммуникационной корпорации;

оценить оптимальность структуры капитала телекоммуникационной корпорации;

разработать предложения по совершенствованию финансового управления капиталом на основе процессного подхода и его применения в телекоммуникационной корпорации;

предложить рекомендации по реализации финансового реинжиниринга телекоммуникационной корпорации с регионально диверсифицированным капиталом.

В качестве **объекта**исследования избраны финансовая структура и капитал телекоммуникационной корпорации.

**Предметом исследования**стали инструменты и методы финансового управления капиталом телекоммуникационной корпорации.

**Теоретической основой работы**послужили труды классиков экономической науки, результаты фундаментальных и прикладных исследований российских и зарубежных специалистов по проблемам финансового управления капиталом корпораций, публикации в периодической печати и специализированных изданиях.

**Методологическую базу исследования**составили общенаучные и частнонаучные методы, включающие методы системного и сравнительного анализа, графического, статистическо-экономического анализа.

**Нормативно-правовая база исследования**сформирована автором на основе Законов РФ (Гражданского Кодекса РФ, Законов РФ «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах»), официальных документов Правительства РФ, указов Президента РФ, других нормативно-правовых актов.

**Информационную базу исследования**составили данные Федеральной службы государственной статистики, информация ведущих рейтинговых агентств: Standard&Poor's, Moody's Investors Service, отчетность телекоммуникационных корпораций, информационные ресурсы Internet.

**Основные положения диссертации, выносимые на защиту:**

1. Процесс финансового управления капиталом корпорации  
представляет собой целенаправленное (на рост стоимости компании)  
воздействие управляющей подсистемы на величину, структуру и  
диверсификацию капитала по бизнес-единицам с использованием  
инструментов эмиссионной, долговой и дивидендной политик.

2. Специфическими особенностями формирования финансовых ресурсов  
телекоммуникационных корпораций являются их высокий кредитный  
рейтинг и широкий доступ к более дешевым финансовым ресурсам, по  
сравнению с другими российскими компаниями. Для использования всех  
преимуществ долгового финансирования и эффекта финансового рычага  
телекоммуникационные корпорации обладают следующими  
характеристиками: 1) значительные активы, которые могут быть  
использованы в качестве обеспечения, интенсивные финансовые потоки; 2)  
быстрый рост, использование для увеличения продаж рынков различных  
стран; 3) регионально диверсифицированная коммерческая деятельность,  
повышающая финансовую устойчивость и расширяющая возможности  
привлечения финансовых ресурсов; 4) интеграция в мировой финансовый  
рынок, доступность банковских институтов.

3. Дивидендная политика телекоммуникационной корпорации  
оказывает влияние на структуру капитала. Оптимальное соотношение долей  
собственного и заемного капиталов достигается при условии ведения  
умеренной дивидендной политики, при которой дивидендные выплаты  
достигают от 20 до 50% чистой прибыли.

4. Росту капитала телекоммуникационной корпорации способствует  
взаимодействие наиболее привлекательных инструментов эмиссионной и  
долговой политики. Наиболее эффективным финансовым инструментом  
эмиссионной политики являются американские депозитарные расписки на  
акции. Наиболее выгодными (с позиции снижения средней взвешенной цены  
капитала) финансовыми инструментами долговой политики являются  
облигационные займы, размещенные на организованном отечественном  
рынке, еврооблигации, выпущенные на мировых финансовых рынках.

В структуре финансирования телекоммуникационной корпорации преобладает долговое финансирование, поскольку дополнительная эмиссия акций не соответствует принципам эффективного финансирования: экономичности, темпоральности, сохранения долей участия в капитале и доходов прежних акционеров.

5. Оптимальная структура финансирования и обоснованное  
соотношение заемного и собственного капитала минимизируют среднюю  
взвешенную цену капитала корпорации, позволяя ей одновременно  
привлекать необходимые финансовые ресурсы и сохранять гибкость  
принятия финансовых решений.

Наибольший уровень рентабельности активов, рентабельности собственного капитала и превышения рентабельности активов над средней взвешенной ценой капитала достигается при пропорции собственного и заемного капитала 42%: 58% и соответствующем плече финансового рычага (левериджа) 1,4.

6. Новым подходом к финансовому управлению капиталом.  
телекоммуникационной корпорации является процессный подход, при

**8**котором функции финансового управления рассматриваются как взаимосвязанные, и управление как процесс — серия непрерывных разнообразных взаимосвязанных действий, возобновляемых циклически.

7. Для достижения существенных улучшений в финансовом  
управлении телекоммуникационной корпорации необходим финансовый  
реинжиниринг, как фундаментальное переосмысление и радикальное  
перепроектирование процессов по управлению диверсифицированным  
капиталом при условии усложнения финансовой структуры корпорации.  
Предлагаемая модель финансового реинжиниринга направлена на изменение  
роли региональных бизнес-единиц в формировании стоимости  
телекоммуникационной корпорации.

8. Финансовый реинжиниринг телекоммуникационный корпорации  
включает этапы: I. Построение эффективной организационно-финансовой  
структуры (общекорпоративный центр и центры финансовой  
ответственности за расходы, доходы, прибыль, финансовые и нефинансовые  
показатели эффективности, взаимодействующие через бюджеты и имеющие  
мотивацию); II. Создание общекорпоративной централизованной финансовой  
инфраструктуры, интегрирующей организацию финансовой и расчетно-  
аналитической работы; III. Постановка системы бюджетирования. IV.  
Повышение роли региональных бизнес-единиц в финансовом управлении  
стоимостью корпорации за счет делегирования корпоративным центром  
задач и ответственности по достижению стратегической цели.

9. Эффективность финансового реинжиниринга определяется наличием  
синергетического эффекта прироста стоимости телекоммуникационной  
корпорации, который может быть достигнут за счет разделения цели  
прироста стоимости на подцели по бизнес-единицам, что упрощает  
финансовое управление стоимостью за счет уменьшения объема исходной  
информации. Синергетический эффект достигается, также, за счет  
расширения масштабов деятельности, централизации и интеграции  
финансовой инфраструктуры, сокращения удельных трансакционных

9 издержек, использования региональными бизнес-единицами бренда корпорации.

Научная новизна результатов диссертационного исследования заключается в следующем:

уточнено определение финансового управления капиталом корпорации за счет интеграции в нем элементов дивидендной, долговой и эмиссионной политик;

выявлены специфические особенности формирования финансовых ресурсов телекоммуникационной корпорации, способствующие проведению агрессивной долговой политики и использованию преимуществ долгового финансирования (объем активов, быстрый рост, региональная диверсификация капитала, выход на зарубежные финансовые рынки);

определен тип дивидендной политики, при котором достигается рост собственного капитала, максимизирующий стоимость бизнеса телекоммуникационной корпорации; установлено, что с 2006 г. телекоммуникационная корпорация отступила от принципов умеренной дивидендной политики и выплачивает более 50% чистой прибыли на дивиденды акционерам;

установлено оптимальное значение финансового левериджа, при котором соотношение собственного и заемного капитала корпорации составляет 42% к 58% и достигаются максимальные значения рентабельности собственного капитала и превышения рентабельности активов над средней взвешенной ценой капитала;

предложено интегрировать разрозненные операции по управлению капиталом телекоммуникационной корпорации и их исполнителей в единый бизнес-процесс финансового управления, позволяющий достичь нового уровня формализации и информатизации управленческих решений;

системно представлен финансовый реинжиниринг телекоммуникационной корпорации с регионально диверсифицированным

***10***капиталом: целеполагание (рост стоимости корпорации), этапы (создание организационно-финансовой структуры по центрам финансовой ответственности, построение общекорпоративной интегрированной финансовой инфраструктуры, постановка бюджетирования, повышение самостоятельности региональных бизнес-единиц в управлении капиталом); синергетический эффект (за счет масштаба деятельности, снижения трансакционных издержек, диссипации рисков, сокращения размерности финансового управления, использования бренда корпорации).

**Теоретическая значимость**работы заключается в развитии научных положений теории цены и структуры капитала для российских корпораций с учетом их отраслевой специфики и сложной финансовой структуры.

**Практическая значимость**исследования состоит в доведении ряда  
его положений до конкретных рекомендаций и предложений по  
совершенствованию финансового управления капиталом

телекоммуникационных корпораций (рациональная структура капитала, умеренная дивидендная политика, модели диверсификации капитала по бизнес-единицам, выбор эмиссионных инструментов). Практические рекомендации могут быть использованы финансовыми менеджерами телекоммуникационных корпораци й.

Основные положения диссертационного исследования могут быть использованы в процессе преподавания дисциплин: «Финансы предприятий», «Финансы отраслей», «Финансовый менеджмент» в высших учебных заведениях.

**Апробация и внедрение результатов исследования.**Результаты исследования докладывались и обсуждались на международных, всероссийских, межвузовских научно-практических конференциях в Волгограде, Кирове, Пензе в 2004-2007 гг.

Теоретические и прикладные аспекты диссертационного исследования использовались автором при преподавании ряда учебных курсов в ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет».

**Публикации.**По теме диссертационного исследования опубликовано 10 печатных работ общим объемом авторского вклада 2,9 печатных листа.

**Структура диссертационной работы.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложений.

Во **введении**обосновывается актуальность выбранной темы исследования, оценивается степень разработанности проблемы, формулируются цели и задачи, определяется предмет и объект исследования, раскрывается научная новизна, теоретическая и практическая значимость проведенного исследования.

**В первой главе**«Теоретические основы финансового управления капиталом корпорации» анализируются сущность и природа корпорации как системы, структура капитала корпорации, рассмотрены вопросы финансового управления капиталом телекоммуникационных корпораций в России.

**Во второй главе**«Влияние дивидендной, эмиссионной и долговой политик на формирование капитала телекоммуникационной корпорации» проведена оценка телекоммуникационной корпорации и определена перспектива ее развития. Раскрыто содержание дивидендной, эмиссионной и долговой политик корпорации и показано их влияние на формирование и возможность оптимизации структуры корпоративного капитала телекоммуникационной корпорации.

В третьей главе «Диверсификация капитала телекоммуникационной корпорации» рассмотрена модель финансового реинжиниринга организационно-финансовых отношений корпоративного центра и региональных бизнес-единиц, предложен процессный подход к управлению диверсифицированным капиталом телекоммуникационной корпорации.

**В заключении**обобщены результаты диссертационного исследования, сформулированы основные выводы и предложения научного и практического характера.

## Понятие и природа корпорации как системы

В настоящее время в России идет процесс формирования нового для нее вида управления — корпоративного, для осуществления которого формируются новые крупные интегрированные структуры: объединение финансовых и промышленных предприятий, промышленных и торговых предприятий, создание банками лизинговых фирм, венчурных компаний, совместное участие нескольких предприятий в создании акционерного капитала одного предприятия. Интеграция становится характерной чертой второй половины XX века. Мотивами практически всех объединений является получение синергетических эффектов, взаимодополнение активов, объединение сбытовых сетей и результатов НИОКР, привлечение значительных инвестиционных ресурсов.

Управление корпорацией получило название корпоративного управления. Принципиальное отличие корпоративного управления — корпоративная организация. Таким образом, создание механизма эффективного финансового управления взаимодействием между предприятиями обеспечивает максимизацию прибылей всех сфер бизнеса корпоративного объединения, устойчивое функционирование корпорации, повышает ее безопасность при изменении внешних условий. Этим и объясняется рост масштабов корпоративного объединения предприятий и появления корпораций.

Организация финансового управления корпорацией зависит от сложности ее структуры, масштаба и вида ее деятельности, наличия связей с другими экономическими агентами. Финансовое управление корпоративными организациями в настоящее время еще недостаточно разработано, медленно внедряется в практику компаний России и нуждается в более детальном научном обосновании. Научный анализ указанной проблемы делает обязательным обоснование таких главных, исходных понятий, как «корпорация» и «корпоративное управление», и других связанных с ними категорий.

В российском законодательстве используются понятия «юридическое лицо», «коммерческие и некоммерческие организации», а также различного рода «хозяйственные товарищества» и «общества»". Однако в нем нет четкого определения понятий «корпорация» и «компания», имеющих широкое распространение в экономической практике, хотя эти понятия являются носителями финансово-хозяйственных отношений предпринимательства в России . Соответственно, пока нет четкости и в использовании таких понятий, как «финансовая структура корпорации», «корпоративные финансовые ресурсы», «корпоративный капитал». Вместе с тем исследование понятия и сущности капитала корпораций предполагает определение понятия «корпорация».

class2 **ВЛИЯНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ, ЭМИССИОННОЙ И ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИК**

**НА ФОРМИРОВАНИЕ КАПИТАЛА ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ КОРПОРАЦИИ** class2

## Общая характеристика и анализ финансового состояния ОАО «Мобильные Теле Системы»

Телекоммуникационная отрасль является важной инфраструктурной отраслью народного хозяйства, ее роль в последние годы постоянно увеличивается. Наиболее быстроразвивающийся сегментом отрасли связи — сотовая связь.

Развитие этой отрасли в России в 90-е годы претерпело существенные изменения под влиянием технического прогресса, экономических реформ и приватизации промышленных предприятий. За эти годы было создано много новых телекоммуникационных фирм и сформировались новые крупные и быстро развивающиеся направления отрасли, такие, как мобильная связь, Интернет и другие.

Адаптации новых передовых технологий, созданных как в России, так и за рубежом, активно способствовал высокий платежеспособный рыночный спрос на телекоммуникационные услуги в связи с появлением в стране большого числа совместных предприятий и ростом отечественного предпринимательского сектора. В дальнейшем важное значение для освоения нововведений в рассматриваемой области приобрела развернувшаяся острая конкуренция телекоммуникационных корпораций за массового потребителя их услуг.

Подобная ситуация сложилась во многом благодаря политике Госкомсвязи, который стимулировал в начале 90-х годов НИОКР российских предприятий и в то же время открыл доступ на внутренний рынок для зарубежных инвесторов, поставщиков оборудования и телекоммуникационных компаний. В результате между 1991 и 1998 г. длина международных телефонных линий увеличилась на 116 млн. километров, а количество новых телефонных номеров выросло на 2,2 млн. Одновременно появилось около 300 тыс. пользователей мобильных телефонов.

Особенно серьезные последствия для развития отрасли имел финансовый кризис в августе 1998 г. Многие действовавшие на рынке в этот период телекоммуникационные корпорации пострадали от общего снижения деловой активности и уменьшения покупательной способности российских граждан.

Другой серьезной проблемой стала выплата долгов по полученным предприятиями связи иностранным финансовым и товарным кредитам: обменный курс изменился в результате кризиса с 6 до более чем 28 руб. за доллар, однако основные внутренние тарифы за услуги связи выросли в значительно меньшей степени, поскольку регулировались государством.

Тем не менее, несмотря на возникшие в 1998 г. временные трудности, отрасль телекоммуникаций продолжила свое поступательное развитие. Уже в 1999 г. был отмечен новый рост числа телефонных линий, внутреннего трафика, количества обладателей подключенных мобильных телефонов и пользователей сети Интернет47.

В России в 2004 г. число мобильных телефонов в использовании превысило 35 млн. аппаратов, и показатель, используемый в рейтинге, составляет соответственно около 2448 телефонов на 10 тыс. человек населения, и это ставит Россию на 37 место сразу после Мексики.

class3 **ДИВЕРСИФИКАЦИЯ КАПИТАЛА ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ**

**КОРПОРАЦИИ** class3

## Оптимизация структуры капитала телекоммуникационной корпорации

Решение о выборе структуры капитала должно быть частью обоснованной стратегии финансирования, в которой учитываются рыночная позиция корпорации, будущие инвестиционные возможности, ожидаемые денежные потоки, дивидендная политика и потребность в финансировании.

Понятие «структура капитала телекоммуникационной корпорации» должно рассматривать все виды как собственного, так и заемного капитала корпорации. В состав собственного капитала входит не только первоначально инвестированный его объем (акционерный капитал), но и накопленная в дальнейшем его часть в форме различных резервов и целевых фондов, а также предполагаемая к реинвестированию нераспределенная прибыль. Соответственно, в состав заемного капитала включает кредиторскую задолженность, коммерческий кредит, облигационные займы и т.д.

Основной идеей предполагаемой модели оптимизации капитала телекоммуникационной корпорации является объединение и решение двух взаимообусловленных и взаимозависимых задач. Первая задача состоит в том, чтобы формируемая структура капитала корпорации была оптимальной для существующих условий с точки зрения внутренних потребностей корпорации; вторая - в том, чтобы сконструировать инструмент привлечения капитала, делающий доступным привлечение капитала на выгодных условиях.

На рынках капиталов у любой корпорации может существовать оптимальная структура капитала, т.е. такая структура капитала, при которой достигается максимум стоимости корпорации.

Для телекоммуникационной корпорации целесообразно разработать модель оптимизации структуры капитала, которая, по мнению автора, должна охватывать три основных этапа. Потребность в такой модели определяется необходимостью одновременного учета требований, условий и предположений, а также возможностью их изменения во времени.

1. На первом этапе в этом направлении проводится оценка капитала телекоммуникационной корпорации.

2. На втором этапе оцениваются ключевые факторы, влияющие на процесс принятия решений по структуре капитала телекоммуникационной корпорации.

3. На третьем этапе исследуется концепция структуры капитала в комплексе с концепцией цены капитала и концепцией рыночной стоимости корпорации.

Телекоммуникационным корпорациям необходимо осуществлять оценку капитала, поскольку это помогает выявить достаточность финансовых ресурсов и определить направления повышения финансовой устойчивости.

Первоначально формирование финансовых ресурсов корпорации происходит за счет собственных источников в момент учреждения корпорации, когда образуется уставный фонд. В дальнейшем собственные финансовые ресурсы формируются главным образом за счет прибыли и амортизационных отчислений. Наряду с ними источниками собственных финансовых ресурсов выступают выручка от реализации излишних активов, различные целевые поступления и др.