Радченко Светлана Владимировна. Оптимизация структуры капитала акционерного общества : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2002 182 c. РГБ ОД, 61:03-8/2063-X

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ 10

1.1. Капитал: сущность, структура

1.2. Сравнительная характеристика методов формирования капитала акционерного общества

1.3. Теоретические концепции оптимизации структуры капитала 39

ГЛАВА 2. ЛОГИКА И ПРИНЦИПЫ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ ПО СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ НЕСОВЕРШЕННОГО РЫНКА 53

2. 1. Анализ практики формирования капитала российского акционерного общества 53

2.2. Методики выбора оптимального финансового инструмента с учетом российской действительности. 68

2.3. Обоснование модели оптимизации структуры капитала и

методы адаптации к российским условиям 101

ГЛАВА 3. РЕКОМЕНДАЦИИ ПО СОВЕРШЕНСТВОВАНИЮ УПРАВЛЕНИЯ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА РОССИЙСКОГО АО 128

3.1. Обоснование выбора оптимального финансового инструмента для компании «X» 128

3.2. Практические рекомендации в области привлечения финансирования. 147

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 152

ПРИЛОЖЕНИЯ 158

ЛИТЕРАТУРА 169

**Введение к работе**

Объектом исследования настоящей диссертационной работы являются функционирующие средние и крупные российские акционерные общества. Предмет исследования - методологические и организационные аспекты управления финансами и функционирования финансовых рынков, связанные с вопросами привлечения капитала и формирования оптимальной структуры капитала.

Одной из важнейших задач в управлении финансами предприятия является обеспечение достаточности и устойчивости финансирования его деятельности. Это оптимизационная задача, заключающаяся, с одной стороны, в определении рациональной структуры источников финансирования предприятия с учетом уровня допустимого риска, связанного с соотношением суммы собственных и привлеченных средств, с другой стороны, в конструировании наиболее эффективного в сложившихся условиях вида финансирования с учетом таких критериев, как срочность, стоимость и др.

Широко обсуждаемым и одним из наиболее спорных вопросов в современной теории финансов является вопрос зависимости стоимости компании от структуры ее капитала. Экономистами предпринимаются попытки описать четкую математическую связь между этими показателями, что имеет смысл только в условиях рынка, близкого к совершенному.

Основной принцип управления финансами состоит в том, что каждое управленческое действие должно способствовать росту рыночной стоимости компании (ее капитализации), в связи с чем проблема формирования рациональной структуры капитала посредством выбора того или иного способа финансирования деятельности, относящаяся к числу долгосрочных стратегических задач, является одной из наиболее важных для любого предприятия.

Российские компании обладают ограниченным набором механизмов привлечения источников финансирования, что связано с рядом причин макроэкономического характера, неготовностью крупного и среднего бизнеса осваивать долгосрочные ресурсы, недостаточным уровнем развития финансовой системы, ограниченным числом участников на рынке нетрадиционных форм финансирования и т.п.

В настоящее время появились объективные предпосылки к использованию компаниями долгосрочных источников финансирования, в числе которых макроэкономическая стабилизация, подтвержденная крупнейшими рейтинговыми агентствами, развитие российского финансового рынка и его инфраструктуры, изменения в законодательстве, упрощающие и оптимизирующие процедуру привлечения капитала. Можно прогнозировать существенный рост интереса к долгосрочным источникам финансирования, что предопределяет необходимость формирования четкого алгоритма принятия решения по вопросу выбора оптимального инструмента. В рамках теории финансового менеджмента вопросу оптимизации структуры капитала уделяли внимание российские экономисты, среди которых А.В. Воронцовский, И.Н. Герчикова, А.Н. Иванов, Л.Н. Павлова, Е.А. Стоянова, В.И. Терехин и другие.

Однако российская экономическая теория ограничивается рассмотрением структуры капитала как объекта исследования, что объясняется в числе прочего относительной молодостью отечественной школы финансового менеджмента, а также акцентированием внимания на вопросах финансовой реанимации предприятия.

Западные экономисты исходят из того, что оптимизация структуры не является самоцелью; именно поэтому исследованию вопроса структуры капитала и дивидендной политики и их взаимосвязи со стоимостью компании уделено достаточно внимания. Широко известны работы в этой области Ф. Модильяни, М. Миллера, Р. Хаугена, Дж. Папасса, Р. Таггарта, П.

Марша, Е. Альтмана, М. Дженсена, В. Меклинга, Г. Дональдсона, С. Майерса и других.

Сущность финансовых инструментов, механизм их выпуска и размещения и другие аспекты процесса привлечения капитала, с одной стороны, и формирование определенной структуры капитала, с другой стороны, рассматриваются отдельно в рамках теории корпоративных финансов и практики финансового менеджмента. Одновременно следует заметить, что в специфических российских условиях вряд ли применим тот порядок принятия решения, который описан в западных монографиях и руководствах. Недостаточная теоретическая разработанность проблемы привлечения капитала и формирования оптимальной структуры капитала определила выбор автором темы диссертационной работы, постановку цели и задач.

Цель исследования состояла во всестороннем анализе процесса формирования и изменения структуры капитала акционерного общества в России и разработке алгоритма принятия решения по поводу инструментов и порядка привлечения финансирования.

В связи с существующими в российской экономической литературе разночтениями при рассмотрении основных понятий, на которых базируется данное диссертационное исследование, а также изначально различным фундаментом для принятия решения относительно инструмента привлечения в российском законодательстве и законодательстве США, внимание было сосредоточено свое на решении следующих задач:

- анализ эволюции понимания категории «капитал» и структуризация подходов к ее определению,

- определение сущности источников финансирования и обоснование необходимости разделения понятий источников финансирования и источников денежных средств предприятия ввиду их принципиальных различий,

- анализ и сравнительная характеристика методов формирования капитала, доступных акционерному обществу, осуществляющему свою деятельность на территории Российской Федерации,

- изучение и критика существующих подходов к вопросу оптимизации структуры капитала, предлагаемых российскими экономистами, рекомендации по определению области их применения,

- анализ российского законодательства и обоснование алгоритма расчета средневзвешенной цены капитала для России,

- выделение этапов развития российского рынка капитала,

- построение системы принятия решения по вопросу привлечения долгосрочных источников финансирования, оптимизирующей структуру капитала, с учетом внутренних и внешних переменных, в целях увеличения эффективности деятельности компании,

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили работы отечественных и зарубежных экономистов по теории управления структурой капитала. Источником фактического и статистического материала послужили данные периодической печати, данные с сервера раскрытия информации Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, а также информация и результаты исследований, полученные автором в процессе практической деятельности на некоторых российских предприятиях. При написании работы автором использовались законодательные и нормативные акты Российской Федерации, Постановления Правительства РФ, постановления и материалы Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Основным результатом диссертационного исследования является разработка системы критериев и алгоритма принятия решения относительно инструмента привлечения финансирования, оптимизирующего структуру капитала акционерного общества, и предложение рационального порядка конструирования модели привлечения капитала для компаний, работающих в

условиях несовершенного рынка. Впервые предложен комплексный подход к определению оптимального инструмента финансирования. Кроме того, в ходе исследования

рассмотрена и проанализирована эволюция трактовки категории капитала;

дано определение источников финансирования, основанное на разделении понятий источников финансирования и источников денежных средств предприятия;

описаны основные методики рационализации структуры капитала компании, предлагаемые российскими экономистами, выявлены их недостатки и предложена область применения,

проведен анализ формулы расчета средневзвешенной цены капитала и предложены корректировки для применения ее в российских условиях,

проанализирован опыт российских компаний в области привлечения капитала, проведено структурирование истории развития рынка капитала, обосновано выделение нескольких основных этапов;

выведены общие рекомендации в области управления финансами на предприятии, касающиеся политики привлечения капитала, применимые в условиях нарождающегося в России рынка капитала

Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования заключается в следующем. Во-первых, новым для отечественной экономической науки является постановка задачи оптимизации структуры капитала и разработка обоснованного алгоритма принятия решения. Во-вторых, предложен подход к определению эффективного инструмента с учетом теоретических разработок в области финансового менеджмента и корпоративных финансов. В-третьих, основные теоретические выводы и предложения могут быть полезны в дальнейшем при исследовании вопросов, касающихся оптимизации процесса управления структурой капитала компаний. Практические рекомендации автора могут быть использованы в процессе управления финансами деятельностью

компании при принятии решения об инструменте и механизме привлечении капитала. Работа имеет четкую практическую направленность. Практические рекомендации автора могут быть и используются в процессе финансового управления деятельностью компании при принятии решения об инструменте и механизме привлечении капитала.

Диссертационное исследование состоит из трех глав, введения и заключения, приложений и списка, используемой литературы.

В первой главе диссертационной работы «Источники финансирования деятельности компании» рассматриваются различные аспекты формирования капитала компании. Наибольшее внимание уделяется тем аспектам, которые могут быть существенными при анализе сложившейся к настоящему времени практики привлечения капитала, оценке предлагаемых экономистами методик оптимизации капитала.

Вторая глава «Логика и принципы принятия решений по структуре капитала в условиях несовершенного рынка» посвящена анализу существующей практики формирования капитала акционерными обществами, рассмотрению методика, используемых экономистами для оптимизации структуры капитала, обоснованию алгоритма принятия решения по вопросу привлечения капитала.

В третьей главе «Рекомендации по совершенствованию управления структурой капитала российского АО» приведены материалы, обобщающие результаты практической реализации предложенного алгоритма принятия решения по вопросу изменения структуры капитала на одном из российских акционерных обществ, а также делаются выводы относительно стратегии управления структурой капитала.

В заключении сформулированы наиболее значимые выводы диссертационного исследования. Основной вывод, который автор считает необходимым сделать по результатам проведенной работы, состоит в том, что чрезвычайно важно в условиях российского несовершенного рынка

принимать решения по поводу изменения структуры капитала, опираясь на комплексное видение проблематики, что включает в себя, с одной стороны, стремление рационализировать соотношение собственных и долгосрочных заемных источников финансирования, с другой стороны, сконструировать оптимальный финансовый инструмент для сложившейся ситуации на рынке. Указанный комплексный подход был разработан и апробирован автором диссертационного исследования. Необходимо также отметить фактор творческого подхода, который является немаловажным при реализации проекта привлечения капитала в соответствии с предложенной схемой.

На защиту выносится алгоритм принятия решения относительно инструмента привлечения финансирования, оптимизирующего структуру капитала акционерного общества, а также порядок конструирования модели привлечения капитала для компаний, работающих в условиях несовершенного рынка.

## Капитал: сущность, структура

Начало деятельности любого субъекта рыночных отношений предполагает рассмотрение вариантов финансирования предпринимательского замысла.

Необходимо отметить, что современный подход к определению капитала существенно отличается от первоначального понимания указанной категории в рамках политической экономии.

Достаточно долго в российской экономической науке доминировал марксистский подход к категории капитала. Политэкономический словарь дает следующее определение: «капитал - это совокупность экономических отношений, основу которых составляет эксплуатация наемных рабочих» [64].

В микроэкономике категория капитала рассматривается как фактор производства. Эдвин Дж. Долан предлагает следующее определение капитала - это «все средства производства, создаваемые людьми, включая инструменты, промышленное оборудование и инфраструктуру» [26].

В современной экономической науке существует масса определений категории капитала. Выделяют три основных подхода к трактовке капитала: экономический, бухгалтерский и учетно-аналитический [101].

Экономический подход характеризуется определением капитала с точки зрения стоимости имеющихся в наличии средств производства, другими словами капитал рассматривается как совокупность ресурсов, находящихся в распоряжении предприятия.

В рамках данного подхода экономисты приводят следующее обоснование: «Предприятие, работающее обособленно от других, ведущее производственную, коммерческую или иную деятельность, должно обладать определенным капиталом, представляющим собой совокупность материальных ценностей и денежных средств, финансовых вложений и затрат на приобретение прав и привилегий, необходимых для осуществления ее предпринимательской деятельности» [63].

С указанной, так называемой «физической концепцией капитала» согласуется определение капитала, как стоимости активов какого-либо лица за вычетом его обязательств [102], то есть имущества некоторого лица, профинансированное его собственными средствами.

И.А. Бланк дает следующее определение капиталу: «Это накопленный путем сбережений запас экономических благ в форме денежных средств и капитальных товаров, вовлекаемый его собственниками в экономический процесс как инвестиционный ресурс и фактор производства с целью получения дохода» [13].

В рамках бухгалтерского подхода под капиталом понимается интерес собственников это субъекта в его активах [101]. В данном случае капитал рассматривается как разница между суммой активов и обязательств компании, что есть чистые активы.

Учетно-аналитический подход комбинирует описанные выше подходы, капитал рассматривается, с одной стороны, как некоторое имущество, имеющееся в распоряжении предприятия, с другой стороны, отражает источники происхождения этого имущества.

Некоторые исследователи выделяют понятие «функционирующий капитал», отраженный в активе баланса, а также источники его финансирования и оплаты, отражаемые в пассиве баланса, который, по сути, и является капиталом, обеспечивающим предпринимательскую деятельность компании [83]. По их мнению, в активе и пассиве одновременно отражаются различные фазы кругооборота единого капитала, вложенного в предприятие. В соответствии с этим подходом пассив, отражающий источники финансирования, был израсходован, но еще не стал прибылью данного хозяйственного цикла, он является причиной, в то время как актив является следствием.

## Анализ практики формирования капитала российского акционерного общества

До середины 90-х годов единственным способом привлечения денежных средств для основного числа российских компаний являлось проведение краткосрочных заимствований. Такие финансовые инструменты, как акции, облигации и долгосрочные кредиты, не использовались в силу объективных причин, основными из которых были отсутствие сформировавшегося рынка ценных бумаг внутри страны и неготовность предприятий для публичного предложения участия в долгосрочном финансировании в силу сложившихся финансовых показателей, характеризующих деятельность компаний.

Макроэкономическая ситуация не способствовала участию в долгосрочных проектах банковских структур, отчасти и по чричине начала формирования банковской системы и нестабильности ее функционирования.

В развитых странах Западной Европы, в США и Японии одним из главных источников долгосрочных инвестиций является рынок ценных бумаг. Посредством выпуска акций и корпоративных облигаций предприятия этих стран привлекают 50-80 %% всех инвестиционных ресурсов.

В США в середине 90-х гг. объем средств, полученных с помощью эмиссий ценных бумаг, составлял порядка 1 трлн. долл. в год, в Японии -свыше 200 млрд долл., в ведущих странах Западной Европы - 100-150 млрд долл. К концу десятилетия эти цифры возросли в среднем на 10-20 процентов.

Рынок ценных бумаг играет огромную роль в привлечении долгосрочных инвестиций в странах Азиатско-Тихоокеанского региона, в государствах Латинской Америки. Используя механизмы эмиссии ценных бумаг, предприятия Южной Кореи ежегодно привлекают до 20 млрд долл. финансовых ресурсов. На Филиппинах более четверти валового объема инвестиций привлекается на внутреннем фондовом рынке.

По данным Федеральной комиссии по ценным бумагам в России соотношение национального богатства (по оценкам экспертов, около 23 трлн. долл.) и капитализации фондового рынка составляет всего лишь четверть процента. Это в 85 раз меньше, чем в Австралии, и почти в 100 раз меньше, чем в Канаде.

Привлечение капитала посредством эмиссии акций до настоящего времени не нашло широкого применения среди российских акционерных обществ. Для российской экономики более характерно использование долговых инструментов, нежели долевых. С 1995 г. некоторое развитие получил рынок синдицированных коммерческих кредитов, привлекаемых без участия международных финансовых организаций.

Основными заемщиками с 1997 г. были компании топливно-энергетического комплекса, постепенно происходило расширение спектра отраслей, основными кредиторами являлись иностранные банки. Промышленным предприятиям кредиты предоставлялись под залог экспортной выручки.

Первый синдицированный кредит, организованный российским банком и размещенный на нашем рынке, был привлечен акционерной компанией «АЛРОСА» в 1998 г. Сумма кредита составляла 25 млн долл., его организатором выступил АКБ «Еврофинанс» - дочерний банк французского BCEN-Eurobank [33].

После кризиса 1998 г. общий объем выданных синдицированных кредитов, включая кредиты банкам, сократился с 10,1 млрд долл. в 1997 г. до 230 млн долл. в 1999 г. При этом собственно российский рынок синдикаций составил в 1999 г. около 80 млн долл., так как кредит компании «Полярное сияние» был предоставлен группой американских банков под гарантию американской корпорации «Коноко». За первые семь месяцев 2000 г. на российском рынке было организовано кредитов на сумму 50,5 млн долл. Число российских инвесторов, осуществляющих свои функции посредством участия в синдицированном кредитовании, увеличивается из года в год, если в 1998 г. в синдицированных операциях участвовало 4 российских банка, в 1999 г. - 7, то за первые 7 месяцев 2000 г. - уже 14 (табл. 2.1.).

## Обоснование выбора оптимального финансового инструмента для компании «X»

Большинство российских компаний нуждается в обеспечении деятельности долгосрочными источниками финансирования. Их возможности на рынке капитала обусловлены в первую очередь текущим финансовым состоянием, проработанностью и реализмом стратегических планов, способностью менеджеров высшего звена осуществлять оперативное управление на высоком уровне и прочими исчисляемыми и неисчисляем ыми факторами, а также уровнем развития рынка капитала.

Нами был проведен анализ и оценка использования известных финансовых инструментов, способных обеспечить привлечение денежных средств компанией ЗАО «X» в сложившейся макроэкономической ситуации. ЗАО «X» реально существующее предприятие, работающее на территории Ленинградской области, относящееся к легкой промышленности. Основным видом деятельности предприятия является пошив одежды.

Принимая во внимание несовершенство российского рынка ценных бумаг, отсутствие статистики и прочие негативные моменты, обозначенные нами ранее, в своей работе мы руководствуемся экономической логикой, предложенными ранее схемами принятия решения, результатами исследования рыночной ситуации и планами компании, предоставленными нам руководством. Данные исследования могут служить лишь отправной точкой, окончательное решение остается за собственниками компании.

Для расчета требуемого финансирования и формирования стратегии ЗАО «X» на рынке капитала были использованы следующие данные:

1. Публичная финансовая отчетность (Приложение 2),

2. Агрегированный баланс и отчет о финансовых результатах на конец 1-го квартала 199х г. (Приложение 3),

3. Представленный расчет затрат на техническое перевооружение производства в соответствии с планом стратегического развития на 2 грядущих года, а также данные о выплаченных и планируемых к выплате дивидендах по обыкновенным и привилегированным акциям (дивидендная политика предприятия). (Приложение 4),

4. Проект плана продаж и производства на 4 года ЗАО «X».

5. Данные о существующей доходности на рынке ценных бумаг, тенденциях и макроэкономических показателях, полученные из источников массовой информации и от операторов рынка.

6. Нормативные акты, регулирующие вопросы, связанные с выпуском и размещением ценных бумаг на российском и международных рынках капитала, вопросы, связанные с налогообложением операций с ценными бумагами и т.д.

На основании имеющихся данных о результатах финансово-хозяйственной деятельности были определены основные показатели и проведен финансовый анализ функционирования компании (Приложение 5, 6).

Итогом первой части работы стало выявление существующих проблем на предприятии и предложение мероприятий для их решения, была проведена экспертная оценка уровня достигнутых показателей и сделаны выводы. Далее приведены некоторые из них, принимаемые во внимание при определении оптимального инструмента привлечения капитала:

1. ЗАО «X» имеет хорошее финансовое положение и значительный рыночный потенциал. Рассчитанная возможная рыночная цена акций предприятия превышает их фактическую балансовую стоимость.

2. ЗАО «X» является привлекательным предприятием с точки зрения потенциальных инвесторов.

3. ЗАО X» имеет высокий кредитный потенциал, является платежеспособным и достаточно финансово устойчивым предприятием,