

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
1. Экономическая теория капитала	5
1.1 Трактовка понятия капитала в различных экономических школах	5
1.2 Формы капитала	8
1.3.Стадии кругооборота капитала.....	15
2.Роль капитала в Российской экономике	18
2.1 оборот капитала на производстве в РФ.....	18
2.2 Издержки обращения	19
2.3 Мероприятия, направленные на накопление капитала	26
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	29
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	30

ВВЕДЕНИЕ

Выбранная тема исследования актуальна в настоящее время, так как анализ капитала предприятия в рыночной экономике представляет важную часть информационного обеспечения, используемого для принятия управленческих решений руководством предприятий. В получении подробной информации об имуществе и источниках его формирования в компании заинтересованы практически все связанные с его деятельностью субъекты рыночных отношений: собственники, акционеры, инвесторы, аудиторы, банки и иные кредиторы, биржи, поставщики и покупатели, страховые компании и рекламные агентства. Управление имуществом и источниками его финансирования - относительно новая сфера функционального управления предприятием.

Управление структурой капитала предприятия представляет собой одну из наиболее комплексных с точки зрения управления систем, в которой взаимоувязывается методологические принципы анализа хозяйственной деятельности предприятия, бухгалтерского учета, контроллинга, логистики и других областей финансового управления предприятием. В управлении структурой капитала предприятия участвуют специалисты разных служб предприятия, а реализация принятых управленческих решений в этой области осуществляется практически всем персоналом предприятия.

В настоящее время существует большое количество методик для анализа оптимальности структуры капитала предприятия, но некоторые теоретические и методические вопросы остаются не до конца проработанными. Помимо этого, существует ряд трудностей в проведении на практике подобного анализа конкретного предприятия, работающего в определенной отрасли и имеющего определенную специфику своей деятельности. Это предопределило актуальность выбранной темы исследования, а также поставленных и решенных в работе проблем.

Целью работы является изучение кругооборота капитала. Для достижения поставленной цели в работе ставятся следующие задачи:

- рассмотреть трактовки понятия капитала;
- изучить формы капитала;
- определить стадии кругооборота капитала;
- проанализировать оборот капитала на производстве РФ;
- рассмотреть издержки обращения;
- предложить мероприятия направленные на накопление капитала.

Объектом исследования является капитал. Предметом исследования является анализ кругооборот капитала.

Методологической базой исследования являются методы: обобщения литературных и нормативных источников, группировки, сравнения, финансовых коэффициентов, балансовый, относительных и средних величин, графический, логический, сравнительный, абстрактно-теоретический, системный и др.

Структура работы включает введение, основную часть, состоящую из двух разделов, заключение, список использованных источников.

1. Экономическая теория капитала

1.1 Трактовка понятия капитала в различных экономических школах

Элементы учения о капитал встречаются в трудах греческого мыслителя Аристотеля. Он вводит понятие «хремастика», которое происходит от гр. слова «хрема» - «имущество», «владение». Поскольку в античном мире важную роль сыграл торговый и денежный капитал, то, по Аристотелю, «хремастика» означает накопление богатства в денежной форме. В дальнейшем это понятие было предметом исследования меркантилистов, физиократов, классиков. Однако первое системное исследование капитала и дополнительной стоимости осуществил К. Маркс.

Как отмечал К. Маркс, движение капитала всегда начинается с денег. Однако последние сами по себе не являются капиталом, а становятся им только в том случае, когда используются с целью получения прибыли. Иначе говоря, деньги должны приносить дополнительную стоимость. Источник добавленной стоимости К. Маркс усматривал в уникальном товаре, который находит на рынке собственник средств производства. Им является рабочая сила, стоимость которой способна создавать стоимость большую, чем ее собственная.¹

В XX ст. понятие «капитал» трактовалось по-разному. Английский экономист Дж. Хикс определял капитал как совокупность товаров производственного назначения. По сути, он продолжил традиции, начатые К. Марксом, Е. Бэм-Баверком и А. Маршаллом.

Американские ученые И. Фишер и Ф. Найт - представители неоклассического направления - рассматривали капитал как благо, использование которого позволяет увеличить будущие блага. Такой же точки зрения придерживается и автор одного из популярных учебников по экономике П. Хейне. Новым в его определении понятия капитала является то, что до

¹ Бочаров В.В. Корпоративные финансы. - СПб: Питер, 2015. – 314 с.

оборудования, сооружений, земли он добавляет «человеческий капитал» - знания, умения людей, которых они приобрели в процессе обучения, профессиональной подготовки и практического опыта и благодаря которым их носители предоставляют производственные или другие услуги.

Такой подход к определению капитала является шагом вперед в экономической науке, особенно в условиях информационной эры, когда появились и растут опережающими темпами фирмы, которые производят информацию и знания. В условиях научно-технической революции знания становятся новым важным ресурсом и источником богатства.

Таким образом, трактовка понятия «капитал» в экономической литературе неоднозначна. С одной стороны, под капиталом понимается сумма акционерного капитала, эмиссионного дохода и нераспределенной прибыли. С другой стороны, капиталом считаются все долгосрочные источники финансирования деятельности предприятия.

При первом подходе, капитал является интересом собственников организации и его величина определяется как разность между оценочной стоимостью активов предприятия и размером его задолженности перед третьими лицами (кредиторами, государством, собственными работниками и пр.). Величина капитала в зависимости от того, какая цена используются в расчете (учетная или рыночная), может быть определена по-разному. Данный подход в основном используется бухгалтерами.

Экономисты термин «капитал» используют для характеристики активов предприятия, которые разделяют на основные (долгосрочные, в том числе незавершенное производство) и оборотные (оборотные средства предприятия). Также встречается определение капитала как общей стоимости средств в денежной, материальной и нематериальной формах, которые были инвестированы для создания активов предприятия. В данном случае капитал - это имущественный комплекс, который помогает владельцам предприятия получать будущий доход. При подобном подходе капитал выступает в

предметно-вещной и стоимостной формах называется фондом и средствами соответственно.

В зарубежной литературе под капиталом понимаются все источники средств предприятия, которые оно использует для финансирования активов и операций. Сюда же входит краткосрочная и долгосрочная задолженности, привилегированные и обыкновенные акции, то есть это пассив баланса предприятия.

С точки зрения экономического подхода используется физическая концепция капитала, которая в широком смысле под капиталом понимает совокупность ресурсов, представляющих собой универсальные источники доходов предприятия, которые подразделяется на: личностные (неотчуждаемые от его носителя, т. е. человека), частные и публичных союзов, включая государство. Два последние вида капитала, в свою очередь, делят на реальный и финансовый. Реальный капитал воплощается в материально-вещественных благам как факторах производства (здания, машины, транспортные средства, сырье и др.); финансовый — в ценных бумагах и денежных средствах.²

В рамках данной работы будет использован подход, предложенный в теории неинституционального развития предприятия, который определяет структуру капитала с точки зрения структуры управления и отношений собственности. По моему мнению, современная трансформируемая экономика России требует использования методологического подхода к определению понятия «капитал» ввиду следующих аспектов: неоднозначность и невозможность четкого разграничения структуры корпоративной собственности влечет за собой специфические черты, которые проявляются в агентских конфликтах, асимметричности информации, оппортунизме менеджеров, стремлении сохранить контроль, избежать рейдерских захватов и т. д.

² Бочаров В.В. Корпоративные финансы. - СПб: Питер, 2015. – 314 с.

Таким образом, структура капитала предприятия это сложившаяся пропорция собственного и заемного капитала, отражающая выбранную стратегию финансирования деятельности предприятия. При этом под оптимальной структурой капитала будем понимать уникальный набор инструментов, используемых для финансирования деятельности предприятия, на условиях асимметричности информации и заданного уровня контроля со стороны собственников.

1.2 Формы капитала

Речь о собственнике идет не случайно, так как одна и та же структура капитала с позиций собственника может быть оптимальной, но не отвечать оптимальности с позиций, например, менеджера, инвестора или любого другого субъекта. Данный вопрос неоднократно поднимался и исследовался в публикациях, посвященных формированию оптимальной структуры капитала предприятия в условиях российской экономики.

Во-первых, формирование и развитие экономико-институциональной среды, в которой функционируют российские корпорации, сформировали определенный класс собственников, которые совмещали в своем лице и функции менеджера. Чтобы показать наглядно различие в интересах руководства и акционеров, предположим, что предприятие рассматривает возможность реализации нового инвестиционного проекта (рис. 1.1).

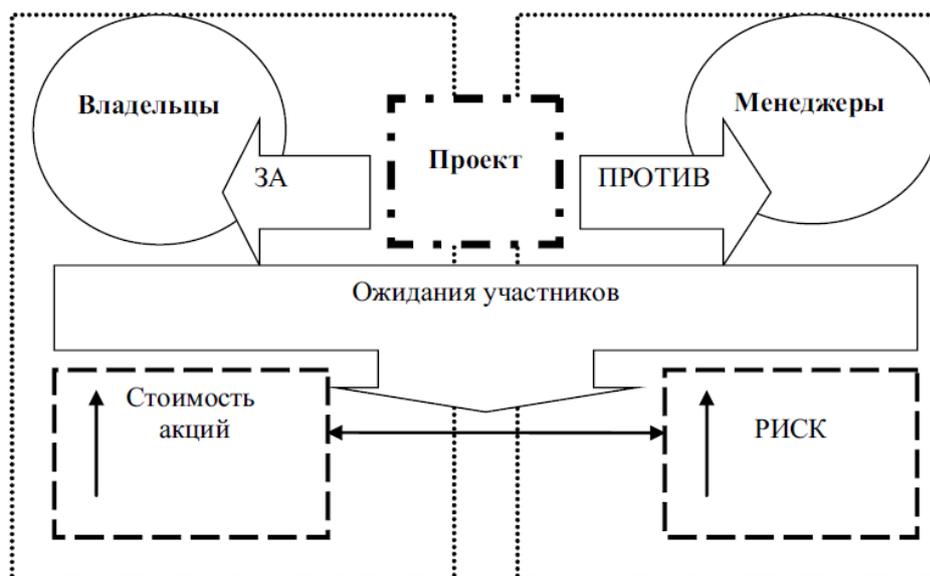


Рис. 1.1 Конфликт интересов собственников и менеджеров

Инвесторы планируют, что проект приведет к росту курсовой стоимости акций, но его рискованность достаточно велика. Собственники предприятия в таком случае будут поддерживать этот проект, а менеджеры ввиду высокой вероятности его неудачи и риска потерять работу — нет. Если руководители предприятия отказываются от реализации проекта, то акционеры теряют возможность получения хорошего дохода. Это один из примеров возникновения посреднических расходов в форме упущенной выгоды акционеров. В общем виде посреднические расходы представляют собой денежное выражение стоимости конфликта между акционерами и руководством предприятия.

На практике соблюдение менеджерами интересов акционеров сводится к двум аспектам: способам поощрения менеджеров и к контролю над корпорацией. Менеджеры будут соблюдать интересы собственников, если их цели совпадают. Менеджеру интересно работать на благо собственника, если его оплата труда связана с финансовыми результатами деятельности компании и стоимостью ее акций (например, выкуп акций для менеджеров по льготной цене или повышение должности). Интерес менеджеров в основном заключается

не в росте стоимости компании, а в росте своего личного дохода (бонуса, заработной платы и неденежных преимуществ).³

Англосаксонские компании постоянно сталкиваются с несовпадением интересов отдельных акционеров и групп акционеров, конкуренцией и борьбой между ними, в том числе в форме совета директоров и воспринимают такие явления как должное. В российской практике наблюдается другой подход: разногласия и конфликты считаются признаком кризиса в управлении. Действительно, высокая концентрация собственности и непосредственное участие блокхолдера в управлении отрицает «независимость директора» и подтверждает возможность перехода в советники либо менеджеры.

Механизм, с помощью которого недовольные акционеры могут заменить существующее руководство, называется борьбой полномочий (доверенностей). Борьба доверенностей возникает в том случае, когда группа лиц просит других акционеров о передаче им прав голосовать по доверенности для замены действующего руководства. Руководство может быть заменено также путем присоединения к другой фирме посредством покупки, приобретения контрольного пакета акций⁴.

В России концентрация собственности в руках акционеров, которые непосредственно вовлечены в процесс корпоративного управления, в целом положительно влияет на эффективность деятельности компаний. Между тем, безусловно, нельзя отрицать, что права миноритариев во многих российских компаниях ущемляются, и российская законодательная система не идеальна в области защиты прав акционеров (рис. 1.2).

³ Бочаров В.В. Корпоративные финансы. - СПб: Питер, 2015. – 314 с.

⁴ Ван Хорн Дж. К., Джон М. Вахович. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. - М. : Финансы и статистика, 2010. - С. 472.



Рис. 1.3 Организационно-правовая схема АО

Таким образом, формирование и развитие экономико-институциональной среды, в которой функционируют российские корпорации, сформировали определенный класс собственников, которые совмещали в своем лице и функции менеджера.

Подобная ситуация была связана с нежеланием передачи контроля за ведением бизнеса и нивелированием подобным образом проблем, возникающих ввиду неполноты контракта. В последнее время наметилась тенденция перехода к другой модели — аутсайдерской, которой свойственно разделение функций владения и управления, что произошло ввиду тенденции перехода страны на международные стандарты управления, используемые зарубежными корпорациями. Во многом такой переход был формальным ввиду того, что Россия характеризуется наличием запутанных форм собственности. Так результаты исследований РБК указывают на наличии в управлении собственника (показано пунктиром на рис. 1.4), так как ведущие менеджеры российских предприятий являются владельцами небольших пакетов акций.

Наиболее явно эту тенденцию можно проследить на примере холдинга (бизнес-группы), который часто включает несколько самостоятельных хозяйствующих субъектов. В данной ситуации, собственник не управляет лично всеми принадлежащими ему активами⁵.

Ведущие менеджеры являются крупными или средними акционерами, поэтому возникает ситуация, при которой крупные акционеры российских эмитентов заинтересованы не в повышении прибыли компании и формировании тем самым оптимальной структуры капитала, а в сохранении своего привилегированного положения, характеризующегося контролем за финансовыми потоками или экспортно-импортными операциями.

Во-вторых, в российских условиях при формировании структуры капитала прослеживается противоречие: с одной стороны, стоимость привлечения собственного капитала, как правило, оказывается выше заемного, с другой стороны, в структуре капитала доля собственного капитала преобладает над долей заемных источников.

В-третьих, в силу особенностей российского финансового рынка привлекаемые заемные источники финансирования носят краткосрочный характер. Российский банковский сектор не готов предоставлять крупные долгосрочные кредиты: недостаточна капитализация, высок уровень неопределенности, медленно идет освоение новых форм работы с корпоративными клиентами.⁶

В-четвертых, ярко прослеживается наличие отраслевой дифференциации в рамках формирования оптимальной структуры капитала, которая выражается в особом положении нефтегазовой отрасли и металлургии. Корпорации в данных отраслях имеют колоссальные размеры, рост объемов производства, увеличение объемов экспорта, интеграционные преобразования. Все это ведет к получению сверхприбылей, что позволяет формировать свободный денежный

⁵ Яковлев А. Российская корпорация: модели поведения в условиях кризиса // Вопр. экономики. 2009. № 6. С. 71.

⁶ Бочаров В.В. Корпоративные финансы. - СПб: Питер, 2015. – 314 с.

поток в силу благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры (высокие цены на продукцию). Эти аспекты долгое время позволяли корпорациям развиваться за счет собственных финансовых ресурсов, не прибегая к повышению финансового рычага.

В-пятых, оппортунизм субъектов хозяйствования снижает эффективность использования собственного капитала и ведет к отклонению структуры капитала компании от ее оптимальных значений.

В-шестых, угроза поглощения заставляет отказываться от определенных дешевых или высокорентабельных источников и формировать тем самым структуру капитала, имеющую отклонения от оптимальных значений. Считается, что высокий финансовый рычаг является наиболее эффективным инструментом дисциплинирования менеджеров. Другой стороной проблемы становится привлекательность такой компании для поглощения.

В-седьмых, отклонению структуры капитала отдельных фирм от ее оптимальных значений способствует иррациональное поведение собственников, придерживающихся стратегии «выкачивания активов» и получения «короткой» прибыли. Приватизация государственной собственности имела целью сформировать класс собственников практически любыми путями, поэтому сформировались два типа собственников: первые придерживались стратегии «наращивания капитала» или «короткой прибыли», другие — «долгосрочной стратегии развития». Стратегия «наращивания капитала» предполагала получение «короткой» прибыли и обогащение путем «офшоризации» активов и т. д. Стратегия «долгосрочного развития» — реструктуризация полученной собственности, повышение эффективности ее деятельности. Первый тип собственников характеризуется низкой заинтересованностью в долгосрочном развитии корпорации. Как следствие, формирование структуры капитала предполагает высокорискованный характер и состоит преимущественно из заемного капитала.

Однако такая структура капитала может являться оптимальной с позиций собственника, так как учитывает все параметры, регулирующие величину

привлекаемого капитала, его стоимость, а также конкретные инструменты, с помощью которых он привлечен.

Таким образом, оптимальная структура капитала всегда является таковой, во-первых, с позиций определенного субъекта (собственника, менеджера, инвестора) или уравнивает их интересы и именно тогда является оптимальной. Во-вторых, для конкретных условий внешней и внутренней среды фирмы, которые накладывают ограничения на использование собственных и привлеченных источников капитала и, соответственно, формируют уникальный набор инструментов финансирования деятельности фирмы.

1.3. Стадии кругооборота капитала

Наибольшее развитие исследования в этой области начали получать с середины XX века, и в первую очередь нашли свое отражение в теориях структуры капитала компании того времени. Одной из первых таких теорий является традиционный подход. Согласно ему существует оптимальная структура капитала, при которой его стоимость минимальна, и, следовательно, рыночная стоимость компании максимизируется. Теория предполагает, что стоимость заемного капитала в среднем ниже стоимости собственного капитала, что в свою очередь объясняется различием уровней риска использования собственного и заемного капитала. Исходя из этого, в традиционной теории в качестве рекомендации по оптимизации структуры капитала лежит увеличение доли заемного капитала в общей структуре капитала компании. Таким образом, заемный капитал является основным критерием, определяющим механизм оптимизации структуры капитала. Это в свою очередь противоречит основам учета финансовых рисков в стоимости капитала компании. С ростом задолженности в структуре капитала возрастает и финансовый риск, что приводит к росту средневзвешенной стоимости капитала, соответственно, с увеличением доли заемного капитала возрастает риск потери финансовой устойчивости и угроза банкротства компании.⁷

Традиционный подход имел слабую теоретическую основу, которая делала этот метод недостаточно аргументированным по сравнению с теорией, опубликованной в 1958 году двумя выдающимися учеными Ф. Модильяни и М. Миллером, согласно которой рыночная стоимость любой компании не зависит от структуры ее капитала. Впоследствии эта теория стала носить название теории Модильяни-Миллера. Теория базируется на предположении, что если финансирование деятельности компании за счет заемного капитала несет большую выгоду, чем за счет собственного, то владельцы ценных бумаг

⁷ Бочаров В.В. Корпоративные финансы. - СПб: Питер, 2015. – 314 с.

компания со смешанной структурой капитала предпочтут продать часть ценных бумаг своей компании, используя вырученные средства на покупку ценных бумаг компании, не пользующейся привлеченными источниками, и, таким образом, восполнят за счет заемного капитала недостаток в финансовых ресурсах. Подобные операции на рынке ценных бумаг приведут к тому, что цены компаний с относительно высокой и относительно низкой долей заемного капитала будут примерно совпадать. Таким образом, согласно Модильяни и Миллеру, стоимость акций компании не имеет связи с соотношением между ее источниками финансирования.

Однако теория Модильяни-Миллера работает лишь при наличии определенных условий: рынки совершенны, отсутствуют налоги, все участники рынка находятся в равных условиях и обладают одинаковым доступом к информации и пр. В дальнейшем авторы усовершенствовали свою теорию, и учли налог на прибыль компаний. Они пришли к выводу, что использование заемных источников увеличивает стоимость компании, что обусловлено структурой налогообложения, существующей в США. Согласно ей доходы акционеров выплачиваются из прибыли, остающейся после уплаты налогов, а выплаты кредиторам - из прибыли до уплаты налогов. Таким образом, с увеличением доли заемного капитала увеличивается и доля валового дохода компании, остающаяся в распоряжении инвесторов, следовательно, компаниям стоит полностью осуществлять финансирование за счет заемных средств.

Позднее Миллер разработал модель, отражающую влияние заемных источников финансирования на стоимость компании. В этой модели были учтены налог на личный доход от предоставления займов и налог на личный доход от владения акциями. Миллер сделал вывод, что учет этих налогов уменьшает выгоду при использовании заемного капитала, так как при использовании налогов остающийся в распоряжении инвесторов доход снижается, тем самым уменьшается и стоимость компании.

Основные положения теории Модильяни-Миллера подвергались критике многих исследователей, которая, прежде всего, касается исходных

теоретических допущений, не соответствующих ситуации на реальном рынке, в теории не учитывались затраты, связанные с финансовыми затруднениями, агентские издержки и др. Также далека от реальности возможность финансирования компании полностью за счет заемных средств с целью максимизации ее стоимости.

Дальнейшие исследования в области оптимизации структуры капитала продолжили такие ученые, как М. Бреннан, Э. Шварц, а позднее Х. Леланд и еще ряд ученых, что привело к появлению компромиссной теории, которая учитывала ряд недостатков теории Модильяни-Миллера, в частности в нее были включены затраты, связанные с финансовыми затруднениями и агентские издержки. Идея теории состоит в том, что оптимальная структура капитала является результатом компромисса между экономией на налогах в результате привлечения заемных средств и ростом расходов, вызванных возможными финансовыми трудностями и агентскими издержками в результате увеличения заемных средств в структуре капитала. Компромиссная теория не позволяет конкретной компании определить наилучшее сочетание источников финансирования, но формулирует общие рекомендации для принятия решений по оптимизации структуры капитала. Несмотря на это, теория не всегда находит практическое применение для оптимизации структуры капитала.

2. Роль капитала в Российской экономике

2.1оборот капитала на производстве в РФ

Вопросы финансирования компаний и оптимизации структуры капитала стали подниматься западными учеными еще в начале XX века. Этап их становления связан с трудами Дж. Уильямса. В своей концепции стоимости капитала 1938 года Уильямс определил, что стоимость тех или иных источников финансирования для компании различна, следовательно, стоимость капитала является показателем минимального уровня дохода для покрытия затрат на поддержание источников финансирования и позволяет компании не понести убытки.⁸

Последующее развитие исследований в этой области было связано с работами таких ученых, как С. Росс, С. Майерс, Н. Майлуф, М. Миллер, К. Рок, И. Уэлш. Они создали свои модели структуры капитала, которые впоследствии получили название сигнальных моделей. Данные модели, в отличие от традиционной теории, теории Модильяни-Миллера и компромиссной теории, учитывают различия в обладании информацией о рынке отдельными ее участниками (асимметричность информации) о перспективах развития компании.

Согласно Модели Росса выбор решений по структуре капитала зависит от взгляда менеджера на перспективы развития компании. Привлечение займов рассматривается инвесторами как положительный сигнал, и показывает, что компания в состоянии своевременно погашать обязательства и обслуживать текущие выплаты по ним. В то же время из модели не следует, что изменение структуры капитала приведет к изменению стоимости компании, внимание придается сигналам, которые являются результатом более глубоких изменений

⁸ Лукасевич И. Финансовый менеджмент. – М.: Национальное образование, 2013 – 768 с.

деятельности компании - доходности и риска компании, которые и формируют ее стоимость.

В модели Майерса-Майлуфа предполагается, что менеджеры действуют в интересах акционеров, существующих на момент принятия решений. При наличии ошибочной информации об оценке компании финансирование инвестиционных проектов при помощи эмиссии акций сделает эти проекты невыгодными, а источники финансирования, стоимость которых меньше зависит от частной информации по компании, позволят принять положительное решение по проекту.

Также Майерс на основе исследований Г. Дональдсона обосновал выводы по выбору менеджерами источников финансирования, которые составили суть теории порядка финансирования (в некоторых источниках «теории иерархии»). По мнению автора, приоритетное место в источниках финансирования занимает нераспределенная прибыль, далее следует заемный капитал, затем конвертируемые облигации. Эмиссия акций должна использоваться в крайнем случае, поскольку является отрицательным сигналом на рынке. Таким образом, теория не предлагает определенного рационального соотношения собственного и заемного капитала.

Модель Миллера и Рока говорит о том, что выплаты владельцам капитала показывают способность компании генерировать денежные потоки, и поэтому объявления о таких выплатах рассматриваются в качестве положительных сигналов, и цена акций растет, в то же время эмиссии акций и облигаций рассматриваются как отрицательные сигналы. Поэтому для сохранения инвестиционной привлекательности компания должна стремиться к наращению капитала за счет внутренних источников и краткосрочных займов.

2.2 Издержки обращения

В соответствии с Моделью Уэлша менеджмент компании при первичном размещении акций по заниженной стоимости заявляет о перспективах роста их

стоимости с целью возможности привлечения больших средств при последующих эмиссиях. Первичное размещение не покрывает потребность компании в финансировании, а используется как сигнал о перспективах планируемых проектов. Недостаток средств покрывается за счет дополнительных эмиссий. Таким образом, возможность финансирования компании за счет выпуска акций не исключается, но в силу недооценки акций при первичном размещении цена источника сильно возрастает.

Несмотря на значительную роль финансовых сигналов, оценить их влияние на стоимость компании в количественном и качественном выражении достаточно сложно. Также сложно и прикладное применение сигнальных моделей, во-первых, они являются либо описательными, либо нормативными, во-вторых, не учитывают многих факторов, влияющих на выбор структуры капитала.

Положение об асимметричности информации также легло в основу концепции противоречия интересов, суть которой отражается в теории агентских издержек, теории корпоративного контроля и мониторинговых затрат, а также теории стейкхолдеров.⁹

Теория агентских издержек получила свое отражение в работах М. Дженсена и В. Меклинга. Агентские издержки возникают в силу конфликта интересов кредиторов и менеджеров, в основе которого лежит отсутствие стремления менеджеров к максимизации доходов на полученный капитал. Согласно теории, менеджеры стремятся к увеличению собственного благосостояния за счет кредиторов. Агентские издержки вносят определенные коррективы в процесс оптимизации структуры капитала, и помимо затрат, имеющих стоимостную оценку, также могут нести негативные последствия, оценка которых либо субъективна либо невозможна.

Теория корпоративного контроля и мониторинговых затрат базируется на том, что кредиторы, предоставляя капитал компании, требуют осуществления

⁹ Лукасевич И. Финансовый менеджмент. – М.: Национальное образование, 2013 – 768 с.

контроля со своей стороны за эффективностью использования капитала и обеспечением его возврата. Затраты, связанные с этим контролем, кредиторы стараются переложить на собственников компании путем включения их в процентную ставку за кредит. Чем выше доля заемного капитала, тем выше уровень мониторинговых затрат. Таким образом, их увеличение приводит к росту средневзвешенной стоимости капитала, и соответственно снижению рыночной стоимости компании, следовательно, наличие мониторинговых затрат ограничивает эффективность использования заемного капитала и должно учитываться при оптимизации структуры капитала.

Р. Штульц, М. Харрис, А. Равив, рассматривая структуру капитала в рамках теории корпоративного контроля, утверждали, что его структура оказывает значительное влияние на стоимость компании в момент возникновения угрозы ее поглощения: с ростом долговой нагрузки компании вероятность поглощения уменьшается.

В основе теории стейкхолдеров лежит учет интересов различных сторон при оптимизации структуры капитала. Основными стейкхолдерами являются: акционеры, инвесторы, финансисты, менеджеры, представители властей, социальные и общественные группы и др. Различия в их интересах и различная оценка ими допустимого риска порождают условия для конфликта интересов, что отражается на процессе оптимизации структуры капитала. Наибольшее распространение теория стейкхолдеров получила в середине 80-х годов XX века, и нашла свое отражение в работах Р. Фримена.

Асимметричность информации также является основой современных поведенческих теорий (отслеживания рынка, автономии инвестиций менеджеров, информационных каскадов, теория влияния личности менеджера на структуру капитала), задачей которых является описание на основе эмпирических исследований процесса принятия финансовых решений по формированию структуры капитала.

Теория отслеживания рынка определяет, что соотношение собственных и заемных средств компании подвержено долгосрочному влиянию действий

менеджеров по выбору инструмента финансирования в зависимости от рыночной конъюнктуры. По мнению Д. Джентера, в условиях асимметричности информации важным фактором при принятии решений о структуре капитала является субъективное восприятие менеджеров, как оцениваются акции на рынке.

М. Бейкер и Дж. Веглер отмечали, что оптимальной структуры капитала не существует, структура капитала является не результатом стратегического планирования, а результатом реализации возможностей, имеющихся на рынке в определенный момент.

Теория отслеживания рынка была развита в исследовании А. Диттмара и А. Такора, посвященному теории автономии инвестиций. Согласно ей менеджерами реализуются только те решения, которые положительно воспримутся инвесторами и положительно скажутся на рыночной стоимости компании. При высокой стоимости акций компании и высокой степени согласия ожидания менеджеров и инвесторов, компания эмитирует дополнительные акции, в противном случае компания прибегает к долго-вым инструментам. Таким образом, структура капитала компании складывается с учетом менеджерами ожиданий инвесторов.¹⁰

С. Бикчандани, Д. Хиршлейфер, И. Уэлш предложили теорию информационных каскадов, в основе которой лежит имитационное поведение экономических агентов. Идея теории состоит в том, что с целью экономии затрат структура капитала компании может формироваться, не исходя из расчетов по ее оптимизации или в зависимости от доступных компании источников финансирования, а заимствоваться у других компаний, а также с использованием наиболее популярных методов управления структурой капитала.

Взаимосвязь между стратегией финансирования компании и личными качествами менеджеров также стала предметом ряда исследований и нашла

¹⁰ Лукасевич И. Финансовый менеджмент. – М.: Национальное образование, 2013 – 768 с.

отражение в теории влияния личности менеджера на структуру капитала, которая гласит, что менеджеры, определяющие структуру капитала, подвержены различным отклонениям от рационального поведения.

Д. Хэбарт на основе простой модели компании рассмотрел, какое влияние оказывают такие черты, как оптимизм и самоуверенность на принятие решений менеджерами при формировании структуры капитала и на стоимость компании. Автор пришел к выводу, что оптимистичные и (или) самоуверенные менеджеры имеют склонность к выбору более высоких уровней долговой нагрузки, не следуют теории иерархии, более часто эмитируют новые долговые обязательства, а также отслеживают возможности на рынке, в результате чего и формируется структура капитала.

Разработка количественных методов по оптимизации структуры капитала компании нашла отражение в работах Р. Хиггинса и Дж. Ван Хорна. Исследовав вопросы оптимизации структуры капитала, они выдвинули модель финансового обеспечения устойчивого роста компании. В ней авторы исходят из предположения, что использование имеющихся средств компанией должно совпадать с устоявшимся соотношением собственных средств и кредиторской задолженности как источников финансирования. При условии оптимальности компания идет не по пути увеличения внешнего финансирования, а ориентируется на использование прибыли, что характеризуется соотношением собственных и заемных средств. При этом задача формирования оптимальной структуры капитала компании объединяется с разумной дивидендной политикой.

В качестве ведущих российских ученых, занимающихся вопросами финансирования компаний и оптимизации структуры капитала, можно выделить таких как И.А. Бланк, В.В. Бочаров, О.В. Губанов, А.В. Садчиков, Е.С. Стоянова, Т.В. Теплова, О.В. Ефимова, Н.И. Лахметкина, А.И. Деева, Е.И. Шохина, В.В. Ковалев и др.

И.А. Бланк определяет структуру капитала как соотношение всех форм собственных и заемных средств, используемых компанией в процессе своей

хозяйственной деятельности для финансирования активов. По мнению автора, оптимизация структуры капитала - это расчет такого соотношения собственных и заемных источников, при котором стоимость компании максимизируется и обеспечивается оптимальное сочетание уровня финансовой устойчивости и уровня рентабельности собственного капитала¹¹.

В.В. Бочаров также в качестве критерия оптимизации структуры капитала определяет максимизацию рыночной стоимости компании. Автор предлагает этапы процесса оптимизации структуры капитала. На первом этапе анализируется состав капитала в динамике за ряд периодов. Следующим этапом является оценка основных факторов, определяющих структуру капитала (отраслевые особенности, стадии жизненного цикла компании, уровень прибыльности деятельности, налоговая нагрузка, степень концентрации акционерного капитала, конъюнктура товарного и финансового рынков). На последнем этапе происходит оптимизация структуры капитала по критерию доходности собственного капитала¹².

О.В. Губанов разработал теорию структуры капитала, согласно которой стоимость компании возрастает вследствие правильного управления двумя сторонами баланса: эффективное управление активами является следствием роста денежного потока, а управление пассивами имеет цель снижение стоимости капитала. По мнению автора, формирование структуры капитала является этапом стратегического планирования, и для различных стратегий предложил модели структуры капитала, которые позволяют определить оптимальные пропорции собственного и заемного капитала.

Е.С. Стоянова главными критериями в оптимизации структуры капитала выделяет такое соотношение между собственными и заемными средствами, которое дает наибольшее приращение рентабельности собственных средств при приемлемом уровне риска. При этом автор приводит правила, позволяющие определить выгодность использования собственных и заемных источников

¹¹ Бланк И.А. Управление формированием капитала - 2-е изд., стер. - М.: Омега-Л, 2008. - с.112.

¹² Бочаров В.В. Финансовый анализ. Краткий курс. 2-е изд. / В.В. Бочаров. - СПб.: Питер, 2009. - с.140.

финансирования, но в тоже время указывает, что соотношение тех или иных источников определяется для каждой компании индивидуально с учетом ряда важных и взаимосвязанных факторов¹³.

Н.И. Лахметкина в качестве оптимальной структуры капитала определяет такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором достигается наиболее эффективное сочетание коэффициента рентабельности собственного капитала и коэффициента финансовой устойчивости, и выделяет следующие критерии оптимизации: рентабельность собственного капитала, минимизация стоимости капитала, минимизация уровня финансовых рисков.

Как указывает В.В. Ковалев, оптимизация структуры капитала является основой оптимизации структуры источников финансирования, а алгоритмов, обосновывающих их наиболее целесообразную структуру, нет. При оптимизации структуры источников финансирования рекомендуется учитывать конъюнктуру рынка капитала, масштабы доходов при расширении деятельности при инвестировании, изменение процентных ставок и пр.¹⁴

Несмотря на большое количество работ отечественных и зарубежных ученых в этой области, на данный момент нет эффективного инструментария, позволяющего комплексно учитывать все особенности источников финансирования деятельности компаний при оптимизации структуры капитала.

Также большинство ученых склоняется к идее, что не возможно создание общей теории оптимизации структуры капитала, которая позволила бы абсолютно любой компании получить необходимый результат от ее применения. Процесс оптимизации структуры капитала является индивидуальным для каждой отдельной компании или для группы компаний, и на практике, как правило, используются одна из основных теорий с учетом специфики деятельности компании или группы компаний, либо несколько

¹³ Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика / Под ред. Стояновой Е.С. 6-е изд., перераб. и доп. - М.: Перспектива, 2010. - с.156.

¹⁴ Ковалев В.В. Финансы организаций (предприятий): учебник / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2008. - 352 с.

теорий в комплексе для достижения необходимых результатов в соответствии с выбранным критерием оптимизации структуры капитала компании.

2.3 Мероприятия, направленные на накопление капитала

Эффективное управление финансами организаций возможно лишь при планировании всех финансовых потоков, процессов и отношений хозяйствующего субъекта.

Финансовое планирование — это планирование всех доходов и направлений расходования денежных средств для обеспечения развития организации. Основными целями этого процесса является установление соответствия между наличием финансовых ресурсов организации и потребностью в них, выбор эффективных источников формирования финансовых ресурсов и выгодных вариантов их использования.¹⁵

Исходя из задач, которые стоят предприятием можно предложить следующие рекомендации по оптимизации структуры капитала, которые представлены на рис. 1. 1.5

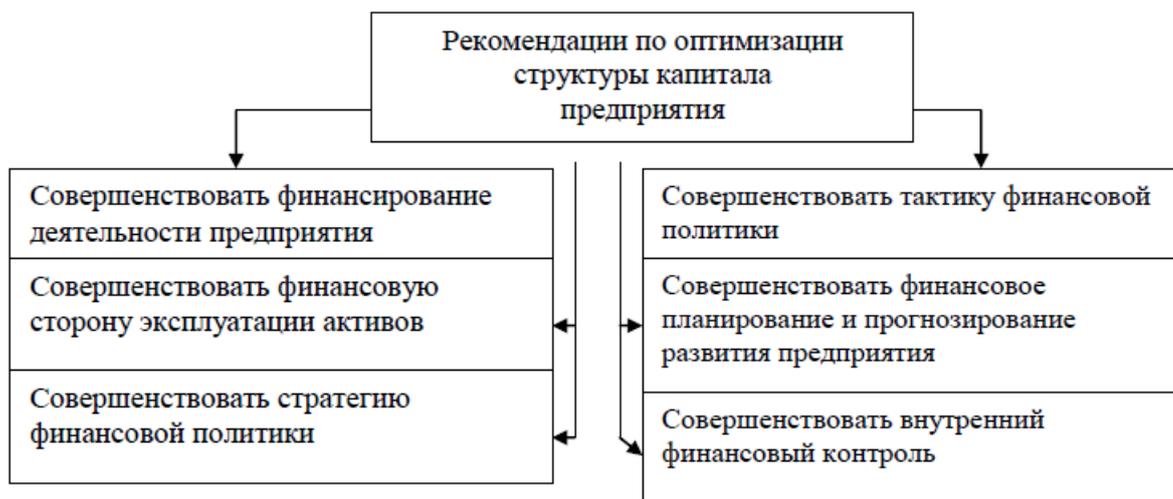


Рис. 1.5 Рекомендации по оптимизации структуры капитала предприятия

1. Совершенствовать финансирование деятельности предприятия, которое предположит определение рациональной структуры пассивов

¹⁵ Слепов В.А., Шубина Т.В. Финансы организаций (предприятий): учебник / В. А. Слепов, Т. В. Шубина. — М.: Магистр; ИНФРА-М, 2015. — 62 с.

предприятия (соотношения между заемными, привлеченными и собственными средствами) с учетом допустимого уровня финансового риска.

2. Совершенствовать финансовую сторону эксплуатации активов. Необходимо определить основные направления расходования средств, соответствующие стратегическим и тактическим целям предприятия; формировать наилучшую структуру активов; регулировать массу и динамику финансовых результатов с учетом приемлемого уровня предпринимательского риска.

3. Совершенствовать стратегию финансовой политики, которая предполагает проведение инвестиционной политики, осуществляя анализ инвестиционных проектов финансового характера, отбор наилучших из них и последующий финансовый мониторинг претворения проектов в жизнь;

4. Совершенствовать тактику финансовой политики. Осуществление комплексного оперативного управления оборотными активами и краткосрочными обязательствами предприятия (денежными средствами, дебиторской задолженностью, запасами сырья и готовой продукции, с одной стороны, и кредиторской задолженностью и краткосрочными кредитами, с другой стороны); осмыслить ценовые и прочие маркетинговые решения с точки зрения их влияния на финансовые результаты.

5. Совершенствовать финансовое планирование и прогнозирование развития предприятия, которое будет предполагать определение финансовых перспектив развития предприятия, а также тактических шагов по обеспечению своевременного проведения расчетов между поставщиками и покупателями с целью предупреждения наращивания величин дебиторской и кредиторской задолженностей.

6. Совершенствовать внутренний финансовый контроль. Анализ данных бухгалтерского и операционного учета, а также отчетности предприятия как материал для оценки результатов деятельности предприятия, всех его подразделений и самого себя так и информационной базы для принятия финансовых решений.

Таким образом, на основании вышеизложенного следует заключить, что единого подхода к оптимальной структуре капитала нет. Приоритет того или иного критерия оптимизации каждая организация должна выбирать самостоятельно, исходя из принятой ею стратегии развития, учитывая при этом влияние факторов внешней среды.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

По результатам исследования были сделаны следующие выводы и предложения. Содержание анализа структуры капитала предприятия состоит в изучении пассива его баланса и эффективности его использования. Этот анализ основан на системном подходе, комплексном учете разнообразных факторов, качественном подборе достоверной информации и является важной функцией управления.

Для проведения анализа структуры капитала предприятия в основном используется горизонтальный анализ, вертикальный анализ, трендовый, метод финансовых коэффициентов, сравнительный анализ и факторный анализ.

Информационной базой анализа структуры капитала предприятия в основном служит бухгалтерская отчетность. Особое значение имеет форма финансовой отчетности – бухгалтерский баланс, а если анализ проводят внутренние пользователи, то еще и данные текущего бухгалтерского учета. Каждый этап анализа пассива баланса предприятия предполагает свою систему показателей.

В основном проводится анализ структуры пассива, динамика величин статей, составляющих пассив, а также анализ значений коэффициентов финансовой устойчивости и их динамику.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Бердникова Т.Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: Учебное пособие. - М.: ИНФРА-М, 2013. – 210 с.
2. Слепов В.А., Шубина Т.В. Финансы организаций (предприятий): учебник / В. А. Слепов, Т. В. Шубина. — М.: Магистр; ИНФРА-М, 2015.
3. Бланк И.А. Управление формированием капитала - 2-е изд., стер. - М.: Омега-Л, 2008.
4. Бочаров В.В. Корпоративные финансы. - СПб: Питер, 2015. – 314 с.
5. Бочаров В.В. Финансовый анализ. Краткий курс. 2-е изд. / В.В. Бочаров. - СПб.: Питер, 2009.
6. Ван Хорн Дж. К., Джон М. Вахович. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. - М.: Финансы и статистика, 2010.
7. Герасименко А. Финансовая отчетность для руководителя и начинающих специалистов. – М.: Альпина Паблишерз, 2010. – 542 с.
8. Долгосрочная и краткосрочная финансовая политика предприятия: Учеб. пособие / Под ред. И.Я. Лукасевича. - М.: Вузовский учебник, 2010. – 372 с.
9. Дудин А. Дебиторская задолженность. Методы возврата, которые работают. – М.: Питер, 2015. – 192 с.
10. Дыбаль С.В. Финансовый анализ: теория и практика: Учебное пособие.- Изд.3-е доп. и перераб. - СПб: Бизнес-пресса. 2009. - 336 с.
11. Ермасова Н.Б., Ермасов С.В. Финансовый менеджмент. - М.: Юрайт, 2010. – 621 с.
12. Ковалев В.В. Финансы организаций (предприятий): учебник / В.В. Ковалев. М.: Проспект, 2008.

13. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности. - М.: Вузовский учебник, 2009. – 463 с.
14. Лахметкина Н.И. Инвестиционная стратегия предприятия: учебное пособие / Н.И Лахметкина. - М.: КНОРУС, 2007.
15. Лукасевич И. Финансовый менеджмент. – М.: Национальное образование, 2013 – 768 с.
16. Паштова Л.Г. Экономика фирмы: теория и практика: учебное пособие. – М.: Феникс, 2015. – 269 с.
17. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика / Под ред. Стояновой Е.С. 6-е изд., перераб. и доп. - М.: Перспектива, 2010.
18. Финансы: учеб. --2-е изд., перераб. и доп./под ред. В. В. Ковалева.—М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007.
19. Финансовый менеджмент: учебник / коллектив авторов; под ред. проф. Е.И. Шохина. — 3-е изд., стер. — М.: КНОРУС, 2015. — 480 с.
20. Экономика фирмы: Учебник / Под общей ред. Н.П.Иващенко. – М.: Инфра-М, 2010. – 527 с.
21. Губанов О.В. Обоснование существования проблемы формирования оптимальной структуры капитала предприятия // Современные проблемы экономики, социологии и права. - СПб.: СПбГИЭУ, 2007. – с.67.
22. Кулик О.М. Некоторые аспекты управления дебиторской и кредиторской задолженностями российских предприятий // Финансовые исследования. 2016. № 19. С. 32.
23. Нор-Аревян Г.Г. Основные аспекты формирования дебиторской и кредиторской задолженности // Учет и статистика. 2016. № 11. С. 84.
24. Полюшко Ю.Н. Основные направления повышения эффективности управления краткосрочными обязательствами предприятия // Экономика и управление: проблемы, решения. 2016. № 7. С. 37-42.

25. Яковлев А. Российская корпорация: модели поведения в условиях кризиса // Вопр. экономики. 2009. № 6. С. 71.

26. Большой энциклопедический словарь [Электронный ресурс]. URL: <http://dic.academic.ru/dic.nsf/enc3p/221030>.

