

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, государственного управления и финансов
кафедра финансов и управления рисками

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой

_____ И.С. Ферова
подпись
« _____ » _____ 2021 г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА КОМПАНИИ (НА ПРИМЕРЕ
ООО «ЛИЗИНГОВАЯ КОМПАНИЯ «ДЕЛЬТА»»)

38.04.02 «Менеджмент»
(код и наименование направления)

38.04.02.13 «Финансовый менеджмент»
код и наименование магистерской программы

Научный
руководитель _____ к.э.н., доцент _____ О.Ю.Дягель
подпись, дата _____ должность, ученая степень

Выпускник _____ О.А.Майорова
подпись, дата

Рецензент _____ профессор, д.э.н А.Т.Петрова
подпись, дата _____ должность, ученая степень

Красноярск 2021

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	2
1 Теоретические аспекты управления структурой капитала предприятия	8
1.1 Понятие и сущность капитала компании	8
1.2 Управление структурой капитала компании.....	17
1.3 Эволюция подходов к формированию структуры капитала	25
2 Методические основы управления структурой капитала	35
2.1 Методика анализа структуры капитала Ошибка! Закладка не определена.	
2.2 Методы оптимизации структуры капитала	43
2.3 Совершенствование метода оптимизации структуры капитала	61
3 Определение оптимальной структуры капитала ООО «Лизинговая компания «Дельта»»	72
3.1 Организационная характеристика ООО «ЛК «Дельта»» и анализ его деятельности	72
3.2 Анализ структуры капитала ООО «ЛК «Дельта»».....	81
3.3 Оптимизация структуры капитала ООО «ЛК «Дельта»» усовершенствованным методом	91
Заключение	101
Список использованных источников	104
Приложения А-В	113

ВВЕДЕНИЕ

В современных экономических условиях, характеризующихся усилением конкуренции, нестабильности финансового и сырьевого рынков и связанной с ними неопределенности, особую важность приобретает выявление внутренних факторов роста стоимости компании, одним из которых является структура капитала. Нахождение оптимальной структуры капитала компании является проблемой, которая на протяжении многих лет остается актуальной как в области научных исследований, так и практического финансового менеджмента.

Управление структурой капитала заключается в создании такого соотношения собственных и заемных средств, при котором минимизируются финансовые издержки по обслуживанию источников, а рыночная стоимость компании становится максимальной.

Каждая компания требует индивидуального подхода, в зависимости от отраслевой направленности и стадии развития, который должен реализовываться с учетом того факта, что у каждого источников финансирования имеются свои преимущества и недостатки.

Уровень задолженности служит для инвестора главным рыночным индикатором благополучия предприятия. Максимальный вес заемных средств в структуре капитала предъявляет слишком высокие требования к его доходности, поскольку повышается риск банкротства. С другой стороны, низкая доля заемного капитала, свидетельствует об использовании более дорого источника финансирования, за счет собственных средств, что приводит к повышенным затратам на капитал и высоким требованиям к доходности будущих инвестиций.

Выше изложенное определяет актуальность и практическую значимость темы исследования.

В настоящее время проблема оптимизации структуры капитала представлена многочисленными исследованиями. Развитие теорий оптимизации долговой нагрузки отражено главным образом в работах западных ученых. Начало исследований в данной области положено в работах Ф.

Модильяни и М. Миллера [63]. Однако на протяжении уже нескольких десятков лет значительное число публикаций по результатам исследований, имеющих преимущественно прикладной характер в обозначенной области исследования, сложилось и в России.

Вопросы формирования структуры капитала и функционирования российских финансовых рынков рассматриваются в работах Л.С. Тарасевича [29], В.А. Черненко [60], В.В. Ковалева [28,29], Т.В. Тепловой [54,55,56], В.В. Бочарова [30], В.Е. Леонтьева [30], М.В. Романовского [26], И.П. Скобелевой [33] и ряда других ученых. При всей значимости результатов исследований указанных авторов вопросы развития прикладных аспектов применения существующих моделей оптимизации структуры капитала в корреляции с отраслевой спецификой деятельности субъектов, сложившейся финансовой ситуацией в их деятельности, а также этапом жизненного цикла требуют дальнейшего изучения.

В этой связи цель диссертационной работы состоит в совершенствовании методического инструментария оптимизации структуры капитала компании.

Предметом исследования в работе выступает структура капитала компании, объектом исследования – методический инструментарий управления ею. Объектом наблюдения является компания ООО «Лизинговая компания «Дельта»».

Основная научная идея (гипотеза), подлежащая верификации в ходе исследования, состоит в том, что оптимальная структура капитала, количественно выражаясь через соотношение собственных и заёмных источников финансирования, должна формироваться векторе достижения роста собственного капитала при минимизации финансовых расходов и максимизации финансовой независимости и текущего уровня ликвидности.

Достижению поставленной цели диссертационного исследования будет способствовать решения следующих задач:

1. Изучение, обобщение и систематизация теоретических аспектов роли и значения управления структурой капитала.

2. Проведение понятийного анализа дефиниций оптимальности структуры капитала, критериев ее оптимизации.

3. Изучение и обобщение генезиса подходов к управлению структурой капитала, а также существующих методических аспектов управления ею; проведение оценки их аналитической ценности в целях решения задач оптимизации структуры капитала.

4. Обоснование необходимости совершенствования методического инструментария оптимизации структуры капитала и разработка конкретного его варианта, связанного с моделью рентабельности собственного капитала.

5. Проведение апробации усовершенствованной модели на материалах объекта наблюдения и доказательство ее эффективности.

По итогам решения поставленных задач исследования, были получены следующие научные результаты, часть из которых обладают научной новизной и выносятся автором на защиту:

1. Определены особенности классификации структуры капитала лизинговых компаний, которые заключаются в том, что помимо традиционных его составляющих, структура их капитала должна быть рассмотрена с учетом специфичных его элементов (авансы лизингополучателей, неподлежащие возврату в составе собственных средств, задолженность по выкупной стоимости в составе прочих обязательств), что расширяет возможности аналитической оценки структуры капитала, дополняя в определенной степени методику анализу.

2. Проведен сравнительный анализ моделей оптимизации структуры капитала (модель расчета эффекта финансового левериджа; модель расчета производственно-финансового левериджа; EBIT - EPS-подход; метод “Дюпон”), который позволил установить, что в данных моделях отсутствует четкое разделение заемных средств на долгосрочные и краткосрочные, а также не учитываются финансовые риски в части потери финансовой автономии и ликвидности. Это в свою очередь, является предпосылкой для разработки

модели оптимизации структуры капитала, которая бы учитывала как критерии оптимизации, так и включаемые в модель ограничения.

3. Усовершенствована экономико-математическая модель оптимизации структуры капитала, разработанная Ю.В. Кирилловым и Е.Н. Назимко посредством включения в нее определенных ограничений в виде системы коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, что создает условия для применения данной модели организациями с неустойчивым финансовым положением, а следовательно, расширяет ее аналитические возможности в целях решения задач управления структурой капитала.

4. Предложен вариант структуры капитала объекта наблюдения, доказана его финансовая целесообразность и обозначены направления практического достижения.

Теоретической основой исследования послужили научные труды зарубежных и российских ученых по проблемам финансового управления, основные законодательные и нормативные акты РФ, регламентирующие содержание форм бухгалтерской отчётности.

В качестве методологического инструмента исследования применялись системный подход и общенаучные приемы анализа: сравнение, наблюдение, классификация, анализ и синтез, обобщение и детализация, дедукция и индукция, исторический и логический подходы. Методический инструментарий решения аналитических задач представлен приемами горизонтального, вертикального, трендового, коэффициентного и факторного анализа, методами оптимизации.

Теоретическая значимость диссертационной работы заключается в развитии методического подхода определения оптимальной структуры капитала компании на основе экономико-математической модели факторного анализа показателя рентабельности собственного капитала, предложенная ранее Ю.В. Кирилловым и Е.Н. Назимко.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в получении результатов оценки складывающейся структуры капитала

анализируемого предприятия и возможности использования результатов усовершенствованной модели в практике финансового управления предпринимательских структур.

Результаты исследования освящались на научно-практических конференциях, по результатам которых опубликованы две статьи:

1. Майорова О.А. Особенности формирования структуры капитала в российских организациях / О.А. Майорова, С.В. Кропачев// Проблемы современной экономики : материалы XXVI Межрегиональной научно-практической конференции студентов и аспирантов. – 2020. – С.65-66.

2. Майорова, О.А. Методы оптимизации структуры капитала организации / О.А. Майорова, // материалы XVII Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Проспект Свободный – 2021» (принята к публикации).

Работа содержит: 117 страниц основного текста, который включает 36 таблиц и 5 рисунков; 64 нормативно-законодательных и литературных источника; 3 приложения.

1 Теоретические аспекты управления структурой капитала предприятия

1.1 Понятие и сущность капитала компании

На современном этапе развития экономики каждая компания ведет свою деятельность в серьезной конкурентной среде. Эффективность работы компаний в этих условиях в большей степени зависит от особенностей формирования структуры капитала компаний.

Капитал – это одна из самых распространенных и наиболее часто используемых экономических категорий. Он является экономической базой создания, роста и развития компании, обеспечивает в процессе своего функционирования интересы государства, собственников, персонала компании. В зарубежной и отечественной литературе понятие капитала представлено с разных точек зрения по их сущности и функциональной роли, адекватно сложившимся условиям экономической формации.

Определений категории «капитал» существует множество. В таблице 1.1 приведены наиболее часто используемые из них.

Таблица 1.1 – Основные подходы к определению понятия «капитал»

Автор	Суть
К. Маркс [38, с.123]	Капитал – это стоимость, приносящая прибавочную стоимость. Это не вещь, а определенное, общественное, принадлежащее определенной исторической формации общества производственное отношение, которое представлено в вещи и придает этой вещи специфический общественный характер
А. Смит [51, с.87]	Капитал - часть имущества, предназначенного для извлечения дохода
И. А. Бланк [9, с.56]	Запас экономических благ, который был накоплен путем сбережений, представленный в форме денежных средств или реальных товаров, вовлекаемых собственниками компаний в экономические процессы в качестве инвестиционного ресурса и фактора производства, целью чего является получение дохода. Функционирование этих экономических благ базируется на принципах рыночной экономики и связано с такими факторами, как время, риск, ликвидность

Продолжение таблицы 1.1

Автор	Суть
М. Н. Чепурин, Е. А. Киселева [60, с.98]	Капитал можно было определить как инвестиционные ресурсы, используемые в производстве товаров и услуг и их доставки потребителю
В.В. Ковалев [28, с.32]	Капитал олицетворяет собой источники средств (пассив баланса)
Г.В. Савицкая [47, с.49]	Капитал – это находящиеся в расположении субъекта хозяйствования долгосрочные средства, используемые им для осуществления своей деятельности с целью получения прибыли
А. Н. Гаврилова и соавторы [17, с. 242]	Капитал (собственные средства, чистые активы) – это свободное от обязательств имущество организации, тот стратегический резерв, который создает условия для ее развития ...»
Р. М. Нураев [42, с. 62]	Капитал в широком смысле слова – это любой ресурс, создаваемый с целью производства большего количества экономических благ.
С. А. Сироткин и Н. Р. Кельчевская [50, с. 15]	Капитал – это « ... имущество (жизненные блага), приносящее владельцу доход (прирост капитала)»
Е .Ф. Сысоева [53, с. 15]	Капитал - совокупность финансовых ресурсов, преобразованных в процессе делового оборота хозяйствующих субъектов в материальные, нематериальные и финансовые активы, форма организации финансовых ресурсов, которую отличают две имманентные характеристики: участие в реальном хозяйственном обороте организации; способность приносить прибыль.

Рассмотренные определения капитала в таблице 1.1 дают возможность выделить три основных подхода к определению его сущности [33, с. 145; 12, с. 45]:

- экономический;
- бухгалтерский;
- учетно-аналитический.

При экономическом подходе реализуется физическая концепция капитала и он рассматривается как совокупность ресурсов, представляющих собой универсальные источники доходов общества. В таком случае капитал подразделяется на личный, частный, публичных союзов, включая государство. Два последних вида подразделяются также на реальный и финансовый. Финансовый капитал воплощается в денежных средствах и ценных бумагах, в то время как реальный капитал – в материально-вещественных благах. Таким образом, согласно данному подходу определить величину капитала можно путем суммирования статей актива баланса.

В рамках бухгалтерского подхода капитал воспринимается как интерес собственников хозяйствующего субъекта в его активах, то есть как синоним чистых активов. При этом его величина рассчитывается как разность между суммой активов хозяйствующего субъекта и суммой его обязательств.

Учетно-аналитический подход представляет собой комбинацию двух первых подходов. В этом случае капитал рассматривается сразу с двух сторон – с точки зрения направлений его вложения и с точки зрения его происхождения. В зависимости от своей формы капитал отражается как в активах, так и в пассивах предприятия. В денежной форме капитал представляет собой пассивы, в производственной форме – активы предприятия. То есть все имеющиеся у компании материальные, нематериальные и денежные ресурсы в своем стоимостном выражении представляют собой активы, а источники образования имеющихся у компании средств представляют собой пассивы.

В данной работе под капиталом будем понимать совокупность имеющихся у компании финансовых ресурсов, за счет которых осуществляется ее основная, инвестиционная и финансовая деятельность.

В финансовой практике капитал отражается в пассиве баланса и имеет форму собственного капитала и обязательств. Его составляющие весьма разнообразны и неоднородны по своему экономическому содержанию. Пассивы отражают принадлежность ресурсов и обязательства по платежам компании. Часто в рамках этого подхода капитал в материально-вещественной форме называют также «средствами», а термин «капитал» используются только в отношении источников формирования имеющихся у предприятия средств.

Как мы можем увидеть, понятие капитала очень многогранно. Ниже на рисунке 1.1 приведены лишь некоторые классификации видов капитала, которые используются в настоящее время.

Для дальнейшего исследования раскроем более подробно некоторые признаки классификации, которые будут использованы при построении методического обеспечения магистерской диссертации.[33, с.98-113; 4]:

1. По времени создания выделяют первоначальный и текущий:

- первоначальный – средства, необходимые субъекту хозяйствования для начала деятельности и формирования элементов производства (основных и оборотных фондов, рабочей силы);

- текущий – результат функционирования финансовых ресурсов в организации. Если первоначальный капитал является условием функционирования организации, то текущий – следствием его функционирования.

Текущий капитал отличается от первоначального временем использования и величиной. Его состояние определяется за какой-то отрезок времени (год, квартал, месяц) и фиксируется в балансе предприятия на конкретную дату (начало, конец отчетного периода). Как правило, объем текущего капитала увеличивается по сравнению с ранее вложенными средствами за счет положительных результатов хозяйствования (прибыли), дополнительной эмиссии ценных бумаг и привлечения заемных средств.

В отдельных случаях объем текущего капитала уменьшается по сравнению с первоначальными ресурсами, что может быть следствием потерь, убытков или отвлечения средств из оборота предприятия. На объем текущего капитала влияют:

1) внешние факторы: инфляционные процессы; изменения в системе налогообложения; конъюнктура рынка, определяющая спрос на товары; изменение цен на сырье и материалы; платежеспособность партнеров и

1) внешние факторы: инфляционные процессы; изменения в системе налогообложения; конъюнктура рынка, определяющая спрос на товары; изменение цен на сырье и материалы; платежеспособность партнеров и другие предвиденные обстоятельства;

2) внутренние факторы: эффективностьправленческих действий; мобилизация дополнительных доходов; сокращение затрат на производство и реализацию продукции; модернизация и расширение производства.

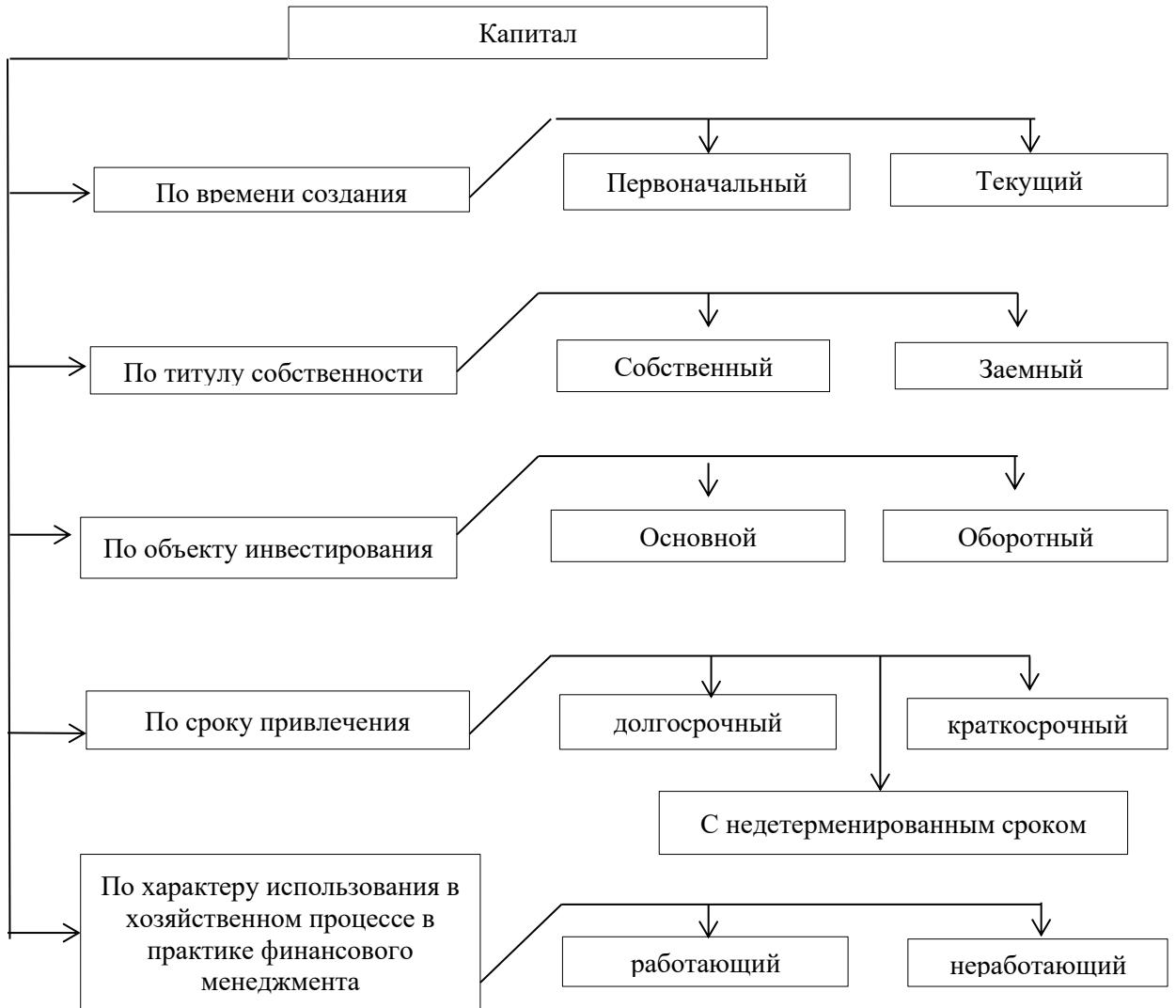


Рисунок 1.1 – Классификация видов капитала организации

(составлено на основе [9, с.124-128; 17, с.65; 29, с.52])

2. По титулу собственности (иначе - юридической принадлежности) капитал подразделяют на собственный и заемный. Данный признак классификации является основным в теории формирования капитала.

Собственный капитал характеризует общую сумму привлекаемых предприятием финансовых ресурсов, принадлежащих ему на правах собственности. По происхождению или источникам формирования он делается на:

- внешний, который включает в себя такие виды капитала как: уставный капитал, добавочный капитал без переоценки и пополнения за счет прибыли; целевое финансирование;

- внутренний, включающий переоценку, добавочный капитал в части пополнения за счет прибыли, резервный капитал, нераспределенную прибыль, оценочные обязательства, которые в данном случае представлены средствами на оплату отпусков сотрудников [4].

Особенностью формирования собственного капитала лизинговых компаний является то, что в состав внутренних источников включаются доходы будущих периодов, представленные авансами лизингополучателей, неподлежащими возврату.

По своей сути аванс лизингополучателя представляет форму коммерческого кредита, что предполагает его возвратность, за исключением случаев, когда обязательства лизингодателя исполнены в полном объеме, на основании чего авансы лизингодателей следует рассматривать как источник формирования капитала лизинговых компаний [29, с.54].

Также в состав внутренних источников собственного капитала включаются оценочные обязательства, которые определяются как существующие обязательства организации с неопределенной суммой погашения и (или) неопределенным сроком исполнения [3]. В данном случае эти обязательства представлены средствами на оплату отпусков сотрудников компаний.

Состав собственного капитала по рассмотренному признаку его классификации наглядно представлен на рисунке 1.2.

Заемный капитал представляет собой общую сумму привлекаемых предприятием финансовых ресурсов на условиях возвратности и срочности (делятся на долгосрочные и краткосрочные) [4].

Долгосрочные заемные средства обслуживают потребности компании в средствах, необходимых для формирования основного капитала и финансовых активов. Краткосрочные заемные средства обслуживают текущие потребности в денежных средствах компании, связанные с движением оборотного капитала.



Рисунок 1.2 – Состав собственного капитала
по признаку «тизул собственности»

К краткосрочным заемным средствам относится кредиторская задолженность (банкам, поставщикам, бюджету и др.), подлежащая погашению в течение двенадцати месяцев.

К долгосрочным заемным средствам относятся облигационные займы, банковские кредиты сроком погашения свыше 12 месяцев, кредиторская задолженность со сроком погашения свыше двенадцати месяцев, прочие займы долгосрочного характера, представленные финансовым лизингом.

Отдельное внимание стоит уделить кредиторской задолженности. В лизинговых компаниях к кредиторской задолженности относят задолженность по выкупной стоимости в составе прочих обязательств, которая определяется как задолженность по приобретенным в собственность объектам лизинга для последующей сдачи этих объектов в лизинг.

Краткосрочные и долгосрочные заемные источники могут быть как платными, так и бесплатными [1; 6, с.20-26].

Платные подразумевают финансовые расходы по их привлечению. К ним относятся: акционерный капитал, по которому выплачиваются дивиденды; кредиты и займы, привлекаемые на условиях последующей оплаты процентов и сопровождающиеся страхованием или финансовым обеспечением; просроченная кредиторская задолженность; кредиторская задолженность, имеющая процент за рассрочку; кредиторская задолженность, оформленная векселями.

Бесплатные – это беспроцентные кредиты и займы, которые, как правило, предоставляются собственниками предприятий; субсидии и целевое финансирование; текущая кредиторская задолженность, не имеющая платы за рассрочку или за просрочку платежа.

Таким образом, состав финансовых обязательств с учетом особенностей формирования структуры заемных источников лизинговых компаний представим на рисунке 1.3.

3. По объекту инвестирования различают основной и оборотный капитал.

Основной капитал характеризует ту часть используемого предприятием капитала, который инвестирован во все виды его внеоборотных активов (а не только в основные средства, как это часто трактуется в литературе).

Оборотный капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована предприятием в его оборотные активы.

4. По сроку привлечения делят капитал на долгосрочный, краткосрочный и с недетерминированным сроком привлечения.

Долгосрочный капитал – привлекаемый на срок более 1 года (долгосрочные кредиты и займы). Краткосрочный капитал – привлекаемый на срок до 1 года (краткосрочные кредиты и займы, кредиторская задолженность).

Для капитала с недетерминированным сроком привлечения срок его использования не ограничен (как правило, это собственные финансовые ресурсы; оценочные обязательства; в отдельных случаях – доходы будущих периодов).

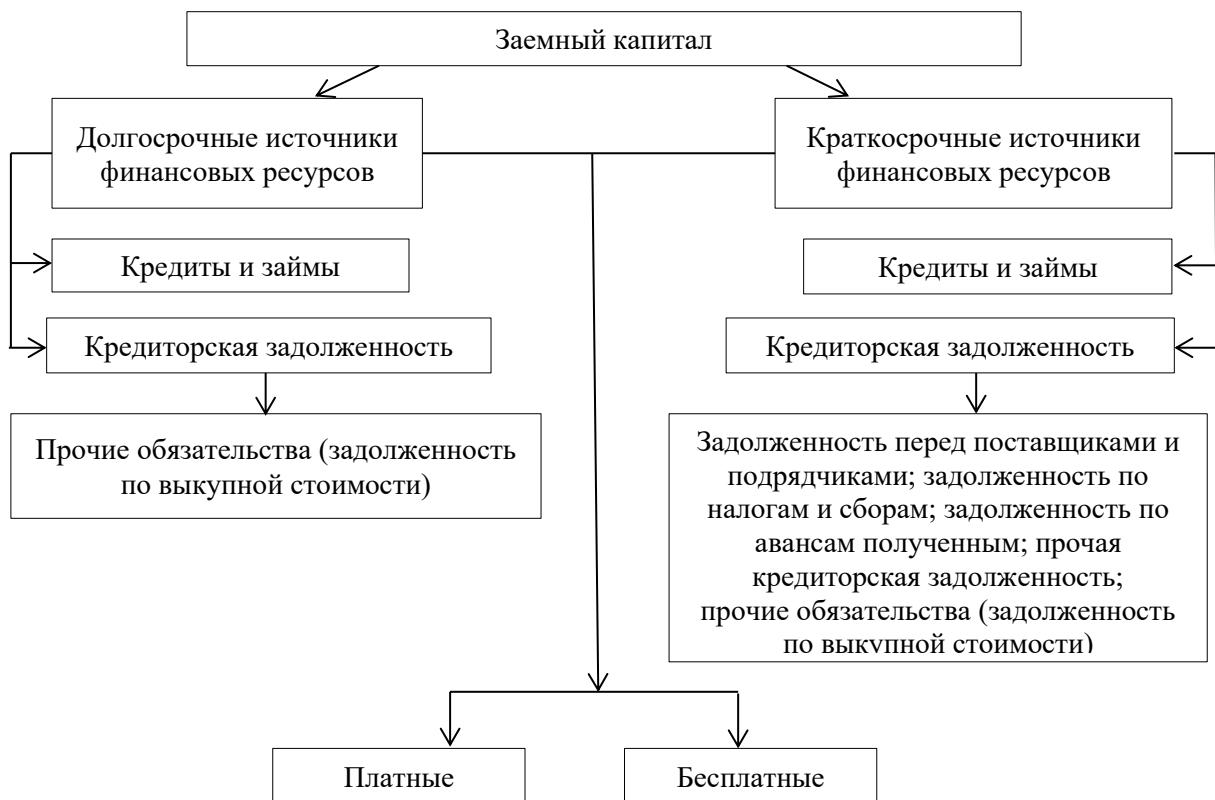


Рисунок 1.3 – Состав заемного капитала с учетом особенностей лизинговой отрасли по признаку «титул собственности»

5. По характеру использования в хозяйственном процессе в практике финансового менеджмента – работающий и неработающий виды капитала.

Работающий капитал характеризует ту его часть, которая принимает непосредственное участие в формировании доходов и обеспечении операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Неработающий (или «мертвый») капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована в активы, не принимающие непосредственного участия в осуществлении различных видов хозяйственной деятельности предприятия и формировании его доходов.

Выше изложенное понимание разнообразия видов капитала, их систематизация важны при решении задач управления капиталом предприятия, поскольку это формирует теоретическую основу для последующего выбора и обоснования решений по оптимизации его структуры.

1.2 Управление структурой капитала компании

В современных реалиях успех деятельности предприятия во многом зависит от эффективного управления структурой капитала, которое в конечном итоге отражается на финансовом состоянии.

Под управлением структурой капитала понимается комплекс действий менеджмента предприятия, который осуществляется над движением финансовых ресурсов для обеспечения повышения результативности и эффективности реализации их функций. [33, с.70-76; 36, с.113-116].

Цель управления капиталом компании заключается в том, чтобы сформировать такое соотношение собственных и заемных источников, при котором минимизируются общие затраты на привлечение капитала, максимизируется рыночная стоимость компании и обеспечивается ее финансовая независимость.

Задачами управления капиталом являются [48, с.64]:

- обеспечение соответствия объема привлекаемого капитала объему формируемых активов фирмы;
- формирование оптимальной структуры капитала с позиций эффективного его функционирования;
- минимизация затрат по формированию капитала из различных источников;
- поддержание требуемого уровня финансовой независимости.

Структура капитала, которую выбирает для себя компания, оказывает влияние на различные стороны её деятельности - операционной, инвестиционной и финансовой, а также существенно влияет на результаты всех этих видов деятельности. Под «структурой капитала» понимается соотношение заемного и собственного капиталов, а также соотношение частей собственного и заемного капитала, привлеченных для финансирования долгосрочного развития компании [62, с.129].

Проблема выбора структуры финансового капитала возникает в результате существования преимуществ и недостатков, присущих собственному и заемному капиталу, которые во многом определяют уровень риском и финансово-экономических последствий из привлечения. Рассмотрим основные особенности, характерные данным составляющим капитала компании.

Положительными характеристиками собственного капитала можно назвать следующие [53, с.128]:

1. Собственный капитал характеризуется относительной простотой привлечения. Выбор собственных источников финансирования (особенно самофинансирования) не требует наличия согласия со стороны третьих лиц, других хозяйствующих субъектов. Данное решение принимается только собственниками и менеджерами компании.

2. Собственный капитал играет ведущую роль в обеспечении финансовой устойчивости компании, поддержании должного уровня её платежеспособности и, как следствие, снижение риска банкротства.

3. Собственный капитал характеризуется значительно более высокой способностью к генерации прибыли, что обусловлено тем, что использование этого источника финансирования деятельности компании не требует осуществления расходов на проценты за пользование заемными ресурсами.

В то же время можно выделить и недостатки, которыми наделены собственные источники привлечения финансовых ресурсов:

1. Собственный капитал часто ограничен по возможностям привлечения, в связи с чем значительно сужены также и перспективы роста и развития компании, расширение её операционной и инвестиционной деятельности в случае, если она не использует другой вид капитала.

2. В сравнении с заемным капиталом собственный капитал имеет во многих случаях более высокую стоимость привлечения.

3. Недоиспользуется возможность увеличения рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных средств (эффект

финансового левериджа), поскольку невозможно добиться повышения коэффициента рентабельности собственного капитала над коэффициентом рентабельности активов без использования заемных ресурсов.

Таким образом, можно сделать вывод, что если компания будет использовать только собственный капитал, то она будет иметь максимальный уровень финансовой устойчивости, но при этом темпы её роста будут довольно ограничены, поскольку будет иметь место недостаток требуемого дополнительного финансирования в целях увеличения объема активов, и не будут использовать все финансовые возможности прироста рентабельности собственного капитала за счет действия эффекта финансового рычага.

Выделим положительные характеристики заемного капитала [53, с.201]:

1. Стоимость привлечения заемного капитала относительно собственного капитала обычно ниже, так как, в том числе, имеет место так называемый «налоговый щит».

2. Широкие возможности привлечения, в том числе и для малых, средних компаний. Высокий кредитный рейтинг, наличие залога, гарантии, поручителя значительно повышает эти возможности.

3. Рост финансового потенциала компании в случае использования заемных средств при необходимости увеличения объема её активов и возрастании темпов роста производства.

4. Обеспечение прироста коэффициента рентабельности собственного капитала.

Вместе с тем использование заемного капитала имеет и свои недостатки. Среди них:

1. Финансовые риски, присущие данному виду финансирования; уровень риска снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности возрастает пропорционально росту удельного веса заемных средств в общей структуре капитала.

2. При прочих равных условиях в случае использования заемного капитала для финансирования деятельности компании будет достигнута меньшая норма

генерируемой активами прибыли, поскольку компания будет вынуждена осуществлять расходы по процентам (процент за банковский кредит, купонный доход, вексельный процент за товарный кредит, ставка по лизингу).

3. Значительные колебания ставки за использование заемных средств в зависимости от конъюнктуры финансового рынка, внешних факторов. Возможны даже случаи, когда ранее полученные кредиты использовать не выгодно в связи со снижением рыночной ставки процента.

Таким образом, если компания будет использовать только заемный капитал, то она будет характеризоваться высокими финансовыми рисками и иметь значительный риск угрозы банкротства, но в то же время потенциал такой компании и возможность увеличения рентабельности собственного капитала будут находиться на высоком уровне.

Очень важно на данном этапе исследования для обеспечения решения его задач рассмотреть два понятия – «оптимальная структура капитала» и «целевая структура капитала», так как существует проблема разногласия между исследователями относительно конкретизации данных категорий.

В таблице 1.2 приведены подходы отечественных авторов, которые раскрывают значение понятия оптимальной структуры капитала компаний.

Таблица 1.2 – Понятие оптимальной структуры капитала компаний

Авторы	Дефиниция
В.Г. Белолипецкий, Ю.Ф. Бригхем, М.Н. Крейнина [7, с.123]	Определенное соотношение собственного и привлеченного (заемного) капитала.
И.А. Бланк [9, с.267]	Соотношение собственного и заемного капитала, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорция между коэффициентом финансовой устойчивости и коэффициентом рентабельности, и таким образом максимизируется рыночная стоимость компании.
К. Шим Джей, Ю.Б. Максимова [62, с.165]	Обеспечение такого соотношения различных источников формирования имущества (активов) предприятия, при котором максимизируется рыночная стоимость компании

Продолжение таблицы 1.2

Авторы	Дефиниция
Л.Л. Игонина [24, с.68]	Соотношение всех форм собственного и заемного капитала, при котором достигается максимизация рыночной стоимости предприятия с учетом допустимого риска и требуемой нормы доходности.
С.В. Галицкая [18, с.56]	Такое соотношение статей собственного и заемного капитала, при котором: 1) в краткосрочной перспективе обеспечивается финансирование всех необходимых затрат при сохранении прибыли на достаточно высоком уровне; 2) в долгосрочной перспективе через максимизацию стоимости предприятия достигается главная стратегическая цель – повышение благосостояния его собственников (акционеров).
Н. Н. Ярош, А. И. Борисова [10, с.87]	Такое соотношение использования собственных и заемных средств предприятия, при котором максимальная рыночная стоимость предприятия и соответственно, минимальная стоимость используемого капитала.

Как мы видим, существует множество дополняющих друг друга определений исследуемой экономической категории, ориентированных на описание сущности оптимальной структуры капитала. Несмотря на некоторые различия в интерпретации данного понятия можно сформулировать общее для них значение. Так, под оптимальной структурой капитала понимается некое идеальное соотношение собственных и заемных средств, обеспечивающее удовлетворение определенным критериям. В основном современными учеными ведутся исследования по следующим возможным критериям оптимизации структуры капитала, которые представлены в таблице 1.3. [5, с. 137; 43, с.85].

Таблица 1.3 – Обзор критериев, применяемых при оптимизации структуры капитала

Наименование критерия оптимизации структуры капитала	Смыслоное содержание	Основные аналитические инструменты, используемые для оценки
Минимизация средневзвешенной стоимости капитала	Основан на предварительной оценке цены собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения	$WACC = \sum_{i=1}^n (\Pi_i \cdot d_i),$

Продолжение таблицы 1.3

Наименование критерия оптимизации структуры капитала	Смыслоное содержание	Основные аналитические инструменты, используемые для оценки
	<p>и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной цены капитала с целью подобрать структуру, которая позволит максимизировать рыночную стоимость организации</p>	<p>где $WACC$ – средняя цена капитала; Π_i – цена i-го источника финансовых ресурсов; d_i – доля i-го источника финансовых ресурсов в общей сумме привлеченных средств [11; 22; 45, с.123.]</p>
Максимизация рентабельности собственного капитала	<p>Базируется на показателе эффекта финансового левериджа. в качестве критерия оптимизации структуры капитала.</p> <p>Предполагает отслеживание процесса замещения собственных источников финансирования средствами, привлекаемыми от сторонних лиц на долгосрочной платной основе, в сторону увеличения или уменьшения, исходя из вариации значения критериального показателя, расчет которого производится с целью определения приращения рентабельности собственного капитала</p>	$\text{ЭФР} = (1 - T) \times (ROA - r) \times ЗК/СК$ <p>где ЭФР – эффект финансового рычага; ROA – экономическая рентабельность совокупного капитала;</p> <p>r – сумма процентов, уплачиваемых за пользование заемным капиталом;</p> <p>T – ставка налога на прибыль.</p> <p>[45, с.135.].</p>
Максимизация экономической добавленной стоимости	<p>Критерием выступает экономическая добавленная стоимость (EVA), отражающая прибавление стоимости к рыночной стоимости предприятия и зависящая от будущей прибыли и от стоимости привлекаемого капитала</p>	$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC,$ <p>где $WACC$ – средневзвешенная цена капитала; IC – привлеченные финансовые ресурсы; $NOPAT$ – чистая операционная прибыль (показывает финансовый результат предпринимательской деятельности предприятия, учета фактора структуры источников финансирования, в частности, зависимости предприятия</p>

Окончание таблицы 1.3

Наименование критерия оптимизации структуры капитала	Смыслоное содержание	Основные аналитические инструменты, используемые для оценки
		<p>от задолженности по кредитам/займам но с учетом исполнения обязательств перед государством; определяется по формуле:</p> $NOPAT = EBIT - НПБ,$ <p>где НПБ – налоговые платежи в бюджет, уплачиваемые за счет чистой прибыли (текущий налог на прибыль, единый налог на вмененный доход, единый налог при упрощенной системе налогообложения, единый сельскохозяйственный налог). [43, с.115].</p>
Максимизация эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия	<p>Основывается на показателе рентабельности собственного капитала Критерием выступает максимальный уровень рентабельности собственных источников (ROE) и максимальный размер чистой прибыли на авансированный в деятельность собственный капитал</p>	$ROE = \frac{ЧП}{СК} \rightarrow max,$ <p>где ЧП–прибыль до налогообложения плюс выплата процентов; СК–сумма собственного капитала.</p> <p>[37, с.114.].</p>

Каждый из выделенных критериев является обоснованным и аналитически ценным для практического решения задач оптимизации структуры капитала, однако хозяйствующий субъект при решении поставленной задачи может столкнуться с проблемой выбора приемлемого критерия при разработке стратегии финансирования. При этом возникает вопрос о предпочтении снижения стоимости капитала и максимизации рыночной стоимости или роста рентабельности собственного капитала. Несмотря на то, что указанные выше критерии в определенной степени дополняют друг друга, и, с точки зрения теории, оптимизация должна приводить к относительно схожим результатам, на практике возможна иная

ситуация - реализация расчетов по различным критериям для определения оптимального соотношения собственного и заемного капитала приводит к их различным удельным весам. Вероятность такой ситуации высока при ведении финансово-хозяйственной деятельности, когда предприятие характеризуется существенной долей заемного капитала в структуре финансирования и, в то же время, незначительными объемами получаемой прибыли.

Точно определить идеальное соотношение между собственными и заемными средствами не всегда представляется возможным. Так, менеджеры компаний могут избегать увеличения заемного капитала компании, так как в этом случае им пришлось бы генерировать более высокие денежные потоки, чтобы платить по возникшим обязательствам, при этом сохраняя требуемую доходность для собственников. В результате оптимальная структура капитала не достигается и возникает понятие «целевой» структуры капитала. Менеджеры компаний с помощью различных количественных и качественных методов могут определить некоторый целевой уровень финансового капитала, который, на их взгляд, будет наиболее точно соответствовать целям её развития.

Целевая структура капитала – это некая внутренняя норма финансирования, в соответствии с которой компания устанавливает соотношение заемных и собственных источников финансирования на долгосрочную перспективу, учитывая при этом внешние и внутренние факторы [48, с. 26]. В теории желательно, чтобы оптимальная и целевая структура капитала совпадали. Однако в динамике достичь наилучшего соотношения собственных и заемных средств практически невозможно, потому что рынки капитала являются несовершенными, существует асимметрия информации, макроэкономическая среда не стабильна.

Можно сказать, что оптимальная структура капитала – это теоретическое определение того, что на практике является устанавливаемой менеджерами целевой структурой капитала компании, к которой она стремится прийти. При принятии решений относительно долгосрочной политики компаний используется именно понятие целевой структуры капитала.

Таким образом, управление структурой капитала сводится к двум основным направлениям:

- выбор и установление оптимального для компании соотношения использования собственного и заемного капитала с помощью определенных критериев оптимизации;
- обеспечение привлечения в компанию необходимых видов и объемов капитала для достижения целевой структуры капитала.

1.3 Эволюция подходов к формированию структуры капитала

В настоящее время можно выделить два подхода к объяснению структуры капитала компании – статический и динамический [23, с. 9]. Такое деление не безусловно, так как в последнее время идеи статического направления рассматриваются также и в динамическом аспекте. Таким образом, появляются подходы, находящиеся на границе этих двух направлений. Модели, предлагаемые в рамках статического подхода, имеют в своей основе мысль, что компании следует придерживаться определенной политики при формировании своего капитала до тех пор, пока предельные выгоды от этого не будут перекрыты предельными издержками. Это подразумевает, что у компании есть некая оптимальная структура капитала, при достижении которой её стоимость максимизируется.

Основу динамического подхода составляют сигнальные модели, в которых структура капитала является накапливающимся результатом деятельности компании в прошлом. Критерием динамичности в данном случае служит допущение определенных отклонений фактической структуры капитала от целевой структуры. Рассмотрим более подробно эволюцию теорий структуры капитала и современные, наиболее распространенные концепции.

Ученые и практики предлагают следующие статические концепции структуры капитала: традиционная теория, теорию М. Модильяни и М.

Миллера, агентские модели, теорию компромисса, теорию иерархии и гипотезу приспособления к рынку.

Традиционная теория структуры капитала была распространена вплоть до 1958 года. Наибольший вклад в развитие этой теории внес Д. Дюран, который в своей статье «Стоимость долга и собственного капитала компаний: тенденции и проблемы измерения» впервые доказывает необходимость выбора такой структуры капитала, которая бы максимизировала стоимость компании [64, с.128]. Суть этой теории заключается в том, что у любой компании существует оптимальная структура капитала, которая будет максимизировать её стоимость и минимизировать цену её капитала.

Приверженцы этой теории считали, что

- 1) заемный капитал стоит дешевле, чем собственный;
- 2) в некоторых пределах факт наличия заемных средств мало влияет на доходность собственного капитала.

Теория Модильяни-Миллера основывается на обратном. Сторонники данного подхода утверждают, что стоимость бизнеса определяется операционными и инвестиционными решениями, то есть общим денежным потоком на фирму (FCF), который компания может производить с определенной периодичностью и заданным уровнем риска, определяющим ставку дисконтирования.

Ключевые положения данной теории были опубликованы Франко Модильяни и Мертом Миллером в 1958 году.

Полученные этими исследователями результаты зависят от предпосылки о наличии или отсутствии налогов на доходы юридических и физических лиц.

В условиях сделанных предпосылок Модильяни и Миллер доказали два утверждения [63, с.153].

1. Требуемая доходность акций рычаговой компании равна доходности безрычаговой компании того же класса риска премии за финансовый риск, которая может быть оценена по формуле (1.1).

$$EP(\text{equity premium}) = (k_{\text{uniev}} - k_d) \frac{D}{E} \quad (1.1)$$

где EP (equity premium) – величина собственного капитала;

k_{uniev} – стоимость источника собственного капитала финансово независимой компании;

k_d – стоимость источника заемного капитала;

D – величина заемного капитала;

E – величина собственного капитала.

2. По мере роста финансового рычага стоимость акционерного капитала компании растет следующим образом:

$$k_{\text{lev}} = k_{\text{uniev}} + (k_{\text{uniev}} - k_d) \frac{D_L}{E_L} \quad (1.2)$$

где k_{lev} – стоимость источника собственного капитала финансово зависимой компании;

D_L – рыночная оценка заемного капитала;

E_L – рыночная оценка собственного капитала.

С ростом финансового рычага стоимость собственного капитала растет, что в конечном итоге приводит к эффекту постоянного значения WACC при любых соотношениях собственного и заемного капитала, тем самым был сделан вывод, что рыночная стоимость компании не зависит от структуры капитала.

Теория Модильяни-Миллера в экономической литературе также имеет название «идеальной модели рыночной стоимости финансово зависимой компании», она построена при идеальных условиях, не учитывающих влияния таких факторов, как возрастания риска финансовых затруднений и затрат, обусловленных агентскими отношениями [63, с.162].

В 1963 году Модильяни и Миллер опубликовали вторую статью, посвященную структуре капитала, в которой рассмотрели ситуацию, когда не накладывается условие об отсутствии налогов.

В первой предпосылке о не совершенности рынка был сделан следующий вывод: стоимость рычаговой компании превышает стоимость безрычаговой того же класса риска на приведенную оценку налогового щита, при наличии налога на прибыль компании.

Государство от доли собственника забирает часть в виде налога на прибыль, при этом доля кредитора остается неизменной, это связано с тем, что проценты по заемному капиталу выводятся из-под налога на прибыль и создают для компании налоговый щит, тем самым справедливая стоимость компании зависит от финансового рычага и максимизируется при 100%-ном заемном капитале.

Вследствие этого требуемая (ожидаемая доходность) акционерного капитала рычаговой компании превышает доходность безрычаговой компании того же риска на величину премии за финансовый риск, которая зависит от ставки налога на прибыль (чем выше ставка, тем меньше риск):

$$k_{lev} = k_{uniev} + (k_{uniev} - k_d)(1 - T) \frac{D_L}{E_L} \quad (1.3)$$

где T – ставка налога на прибыль.

В 1976 году М. Миллер предложил собственную модель, в которой учитывается различие ставок налогов на персональные доходы инвесторов и появилась необходимость при построении финансовой стратегии компании учета комбинаций налоговых ставок.

При определенном сочетании ставок налогообложения заемный капитал либо создает стоимость компании, либо снижает её.

Несмотря на свою привлекательность и логичность теория Модильяни-Миллера постоянно испытывала довольно серьезную критику. Подвергается сомнению идентичность категорий корпоративного и личностного финансового

левериджей, указывается на неправомерность игнорирования брокерских расходов, затрат, связанных с изменением ситуации в отношении возможного банкротства, и агентских издержек; отмечается необоснованность предпосылки о возможности компаний привлекать заемные средства по безрисковой ставке.

Развитие теории Модильяни - Миллера в плане учета агентских издержек и затрат, связанных с банкротством, привело к появлению компромиссной модели, где были учтены возможные издержки финансовых затруднений или издержки финансовой неустойчивости компании. Известными работами в данном направлении стали исследования Дж. Скотта, М. Бредли, Г. Джаррелла, И. Хан Кима, С. Майерса, А. Крауса и Р. Литценбергера [11, с.87].

Суть компромиссных теорий заключается в утверждении, что с ростом долга компания не только получает выгоду от налогового щита, но и увеличивается вероятность наступления банкротства. То есть при формировании структуры капитала необходимо учитывать влияние двух разнонаправленных факторов – эффект налогового щита и издержки финансовых затруднений.

В сравнении с более ранними теориями Модильяни и Миллера, компромиссная теория дает более правдоподобное объяснение умеренным коэффициентам долговой нагрузки. Тем не менее она не позволяет интерпретировать тот факт, что многие преуспевающие компании, имеющие высокие прибыли и материальные низкорисковые активы, стремятся минимизировать использование заемного капитала. Кроме того, эта теория имеет ещё один недостаток – игнорирование выгод от использования заемных источников финансирования как результат снижения потерь от агентских конфликтов.

К появлению так называемой «агентской проблемы» привело отделение прав собственности на компанию и её доходы от функций управления этой компанией. Суть этой проблемы заключается в том, что интересы акционеров и интересы менеджеров зачастую не совпадают, и управленцы могут действовать

не в интересах кредиторов и собственников, а в своих собственных интересах. В связи с этим возникли агентские теории структуры капитала [11, с.162].

Агентские теории рассматривают взаимное влияние агентских конфликтов (между менеджерами и акционерами, между акционерами и кредиторами) и структуры капитала компании. Агентские конфликты, как правило, связаны с появлением так называемых агентских затрат.

Возможные агентские издержки:

- мониторинговые затраты (мониторинг деятельности менеджеров);
- гарантайные затраты (связаны с предотвращением действий менеджеров, наносящих вред акционерам);
- остаточные потери (разница между стоимостью фирмы при оптимальных решениях менеджеров и при фактических решениях).

Таким образом, создание долговой нагрузки, согласно агентской теории, несет как определенные выгоды (за счет решения конфликта между акционерами и менеджерами), так некоторые издержки. Поэтому оптимальной считается такая структура капитала, при которой приведенные выгоды долговой нагрузки полностью покрываются приведенной стоимостью ожидаемых агентских издержек долговой нагрузки.

Существует ещё один класс моделей структур капитала, в которых ослаблена одна из основных предпосылок теории Модильяни и Миллера, и учитывается факт наличия на рынке асимметрии информации.

Асимметрией информации называется неравномерность распределения информации между участниками рынка при принятии ими экономических решений и совершении сделок. Эта неравномерность возникает в том случае, когда один из субъектов обладает более полной информацией при принятии решений, чем другие субъекты.

Наиболее распространенные модели, которые предусматривают асимметрию информации, можно разделить на две категории:

- 1) инвестиционные;
- 2) сигнальные [40, с.119].

В инвестиционных моделях предполагается, что выбор структуры капитала компании может повышать эффективность финансирования инвестиционных проектов, так как ожидаемые денежные потоки могут быть недооценены или переоценены внешними инвесторами, что сопряжено с соответствующими выгодами или издержками. То есть структура капитала, иначе говоря, используется для уменьшения издержек неблагоприятного отбора.

В сигнальных моделях предполагается фиксированный объем инвестиций, а структура капитала дает рынку сигналы о положении дел компании. То есть она является своеобразным инструментом для передачи конфиденциальной информации рынку капитала.

Очень популярна вплоть до настоящего времени иерархическая теория структуры капитала. Ещё в 1984 году С. Майерс и Н. Мэйлаф продемонстрировали, как асимметрия информации влияет на структуру капитала [11, с.116]. Они предложили инвестиционную модель, которая основывается на анализе предпочтений менеджеров компании относительно источников финансирования. Авторы предложили иерархию источников финансирования. Основные выводы, сделанные в их исследовании, сводятся к следующему:

- для компаний более предпочтительны внутренние источники финансирования, чем внешние;
- компании, как правило, стараются избегать колебаний своей дивидендной политики и устанавливают плановый коэффициент дивидендных выплат;
- если компании потребуется внешнее финансирование, то в первую очередь она будет прибегать к эмиссии надежных ценных бумаг (облигаций), затем к эмиссии смешанных ценных бумаг (конвертируемых облигаций) и лишь в последнюю очередь к эмиссии акций.

Второй класс теорий структуры капитала представляют собой динамические теории. Критерием динамичности в данном случае является

допущение отклонения фактической структуры капитала от целевой. Все модели в рамках этого подхода можно разделить на два типа – сигнальные и компромиссные.

Первыми появились сигнальные модели, в которых внимание акцентировалось на наличии асимметрии информации между менеджерами и акционерами [40, с.187]. Эти теории основываются на том, что рынок капитала посыпает инвесторам и кредиторам определенные сигналы о перспективах развития компании на основе поведения её менеджеров. Например, если перспективы развития компании благоприятные, то менеджеры стараются прибегать к заемным источникам финансирования, так как в этом случае существенно повышается рентабельность собственного капитала и стоимость компании за счет эффекта налогового щита. Если же прогнозы развития компании не благоприятные, то менеджеры стремятся увеличить собственный капитал за счет внешних источников, чтобы сумма предстоящих убытков была распределена между расширявшимся кругом акционеров.

К наиболее интересным и известным сигнальным моделям относят модель С. Росса и модель Майерса-Мейлафа [36, с.145]. В модели С. Росса предполагается возможность менеджеров влиять на воспринимаемый инвесторами уровень риска. У данной модели есть ряд предпосылок:

- только менеджеры облагают полной и достоверной информацией о компании;
- менеджерам полагается вознаграждение по результатам работы в виде доли от рыночной стоимости компании;
- менеджеры стремятся максимизировать своё благосостояние;
- восприятие инвесторами сигналов не меняется.

В рамках динамической компромиссной теории в той или иной степени объясняется изменение структуры капитала во времени. Ключевые факты, к которым сводится суть динамической теории:

- у компаний существует некоторая целевая структура капитала;

- фактический коэффициент долговой нагрузки отличается от целевого за счет воздействия различных факторов;
- существуют определенные границы рекапитализации, находясь в пределах которых компания не стремится нивелировать отклонения от целевой структуры капитала;
- при выходе компании за границы рекапитализации, компания стремится приспособить свою структуру капитала к целевому уровню и делает это с определенной скоростью, которую также называют «скоростью приспособления», которая показывает, какую часть возникшего разрыва компания преодолевает за один период;
- при движении к целевой структуре капитала стоимость компании увеличивается, что называют выгодами приспособления;
- существуют также издержки приспособления, которые обуславливают наличие границ рекапитализации;
- процесс приспособления происходит в том случае, когда выгоды от приспособления превышают соответствующие издержки.

Ключевым понятием в данной теории является скорость приспособления. Чаще всего она определяется как доля расстояния до целевой структуры капитала, пройденная за один период, выбранный произвольным образом [49, с. 50]. К факторам, определяющим скорость приспособления, относят:

- расстояние между фактической структурой капитала компании и её целевым уровнем;
- возможности роста компании;
- размер компании;
- макроэкономический цикл.

Если фактический леверидж ниже целевого, то возможным решением будет либо привлечение дополнительных заемных средств, либо сокращение собственного капитала, либо комбинация этих двух способов. При этом наиболее оптимальным решением считается привлечение заемного капитала. В таком случае выгодами приспособления будут увеличение налоговых щитов и

сокращение потерь от агентских конфликтов между менеджерами и акционерами.

Если же фактический леверидж выше целевого значения, то компания может как отозвать долг, так и привлечь собственный капитал или комбинировать эти действия. В таком случае оптимальная стратегия будет зависеть от множества факторов и универсального оптимального решения не существует. Выгоды приспособления в данном случае будут по своей природе сокращением ожидаемых издержек банкротства.

Таким образом, на основании аналитического обзора развития теорий структуры капитала, можно выделить следующие основные факторы, определяющие структуру капитала компании:

- средневзвешенная стоимость капитала – WACC (традиционная теория);
- общая стоимость активов, а в следующих модификациях теории – финансовый леверидж (теория Модильяни-Миллера);
- иерархия источников финансирования (теория иерархии);
- размер налогового щита, вероятность банкротства, кредитный рейтинг (компромиссная теория);
- колебание цены акции (теория отслеживания рынка).

При формировании структуры капитала факторы, предопределяющие соотношение собственных и заемных средств компании, для компаний, занимающихся схожей деятельностью, могут отличаться. Менеджерам следует учитывать индивидуальные особенности своей компании, ее текущее положение, стратегические цели, ситуацию на рынке и другие внутренние и внешние факторы, действующие на финансовое состояние исследуемой компании.

Выводы по главе 1:

1. На основе результатов проведенного сравнительного анализа сложившихся в литературе толкований термина «капитал» приводится его конкретизация в корреляции с финансовыми ресурсами, на основе данного факта акцентируется смысловое содержание понятия «капитала» для целей

дальнейшего исследования. Так, под капиталом в работе понимается совокупность имеющихся у организации финансовых ресурсов, привлеченных для осуществления ею всех видов деятельности: финансовой, операционной, инвестиционной.

2. Структура капитала лизинговых компаний, помимо традиционной классификации, содержит в себе специфичные его элементы. Так, в составе собственного капитала: доходы будущих периодов представлены авансы лизингополучателей, неподлежащими возврату. В составе прочих обязательств – задолженность по выкупной стоимости.

3. Под оптимальной структурой капитала в работе будет пониматься некое соотношение собственных и заемных средств, обеспечивающее удовлетворение определенным критериям с учетом стоящих задач финансового развития предприятия. В качестве критериев оптимальности рассматриваются: максимизация средневзвешенной стоимости капитала; максимизация рентабельности собственного капитала, максимизация экономической добавленной стоимости, максимизация эффективности финансово-хозяйственной деятельности, обеспечение финансовой независимости.

4. Изучена эволюция подходов к управлению структурой капитала, на основе которой выделены основные факторы, определяющие структуру капитала: средневзвешенная стоимость капитала (WACC); общая стоимость активов, а в следующих модификациях теории – финансовый леверидж; иерархия источников финансирования; размер налогового щита, вероятность банкротства, кредитный рейтинг; колебание цены акции.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. О финансовой аренде (лизинге) [Электронный ресурс]: Федер. закон от 29.10.1998 N 164-ФЗ (ред. от 29.10.2014). – Режим доступа : <http://www.consultant.ru>.
2. О несостоятельности (банкротстве) [Электронный ресурс] : Федер. закон от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ (ред. от 13.07.2015). – Режим доступа : <http://www.consultant.ru>.
3. О бухгалтерском учете [Электронный ресурс] : Федер. закон от 06.12.2011 г. № 402-ФЗ. – Режим доступа : <http://www.consultant.ru>.
4. Бухгалтерская отчетность организации (ПБУ 4/99) [Электронный ресурс] : утв. Приказом Министерства финансов Российской Федерации от 06.07.1999 г. № 43н (ред. 08.11.2010; № 142н). – Режим доступа : <http://www.consultant.ru>.
5. Алферова, И. Е. Критерии оптимизации структуры капитала в целях обеспечения устойчивого экономического развития / И. Е. Алферова, В. Ю. Припотень // Экономика строительства и городского хозяйства. – 2018. – Т. 14. – № 2. – С. 133-143.
6. Афанасьева, Н. Д. Разновидности лизинга: лизинг недвижимости, лизинг оборудования и лизинг транспортных средств, их сходства и различия / Н. Д. Афанасьева // Молодой ученый. – 2020. – № 47(337). – С. 80-83.
7. Белолипецкий В. Г. Финансы фирмы: курс лекций. / В. Г. Белолипецкий. – М. : ИНФРА-М, 2018. – 298 с.
8. Берзон, Н. И. Корпоративные финансы : учебное пособие для вузов / Н. И. Берзон. – Москва : Издательство Юрайт, 2021. – 212 с.
9. Бланк, И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – Киев: Ника-Центр, 2017. – 512 с.
10. Борисова, А. И. Проблема выбора оптимальной структуры капитала предприятия / А. И. Борисова, Н. Н. Ярош // Экономика, бизнес, инновации :

сборник международной научно-практической конференции «Наука и просвещение». – Пенза, 2018. – С. 65-72.

11. Брейли, Р. Принципы корпоративных : учеб. пособие для вузов / Р. Брейли , С.Майерс – Москва : Олимп-Бизнес, 2018. – 1008 с.

12. Брусов, П.Н. Финансовый менеджмент. Финансовое планирование: учебное пособие / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова. – Москва : КноРус, 2017. – 232 с

13. Бурмистрова, Л. М. Финансы организаций (предприятий) / Л.М. Бурмистрова. – М.: НИЦ ИНФРА-М, 2017. – 240 с.

14. Ваславская, И. Ю. Риски в лизинговой деятельности / И. Ю. Ваславская, И. А. Кошкина, Г. Р. Патенко // Бизнес. Образование. Право. – 2020. – № 1(50). – С. 83-87

15. Вьюненко, Л. Ф. Имитационное моделирование : учебник и практикум для вузов / Л. Ф. Вьюненко, М. В. Михайлов, Т. Н. Первозванская ; под редакцией Л. Ф. Вьюненко. – Москва : Издательство Юрайт, 2021. – 283 с

16. Гафуров, Д.Ф. Пути оптимизации структуры капитала предприятия / Д. Ф. Гафуров, Е. А. Ковалева, Л. Л. Кузнецов, У. Зизун // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 3(104). – С. 1171-1177.

17. Гаврилова, А. Н. Финансовый менеджмент : учеб. пособие /А. Н. Гаврилова, Е. Ф. Сысоева, А. И. Барабанов. – Москва : КноРус, 2015. – 432 с.

18. Галицкая, С. В. Финансовый менеджмент. Финансовый анализ. Финансы предприятий : учебное пособие / С. В. Галицкая. – Москва : Эксмо, 2008. – 656 с.

19. Голубев, А. А. Экономика, финансирование и управление инновационной деятельностью: учебное пособие / А. А. Голубев, А. И. Александрова, М. В. Скрипниченко. – СПб : СПбГУ ИТМО, 2016. – 143 с.

20. Данилов, П. В. Факторы формирования структуры капитала российских и украинских компаний / П.В. Данилов // Журнал экономической теории. 2020 № 4. – С. 145–160.

21. Древс, Ю. Г. Имитационное моделирование : учебное пособие для вузов / Ю. Г. Древс, В. В. Золотарёв. – 2-е изд., испр. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2021. – 142 с.
22. Екимова, К.В. Финансовый менеджмент: учебник для прикладного бакалавриата / К.В. Екимова, И.П. Савельева, К.В. Кардапольцев. – Люберцы : Юрайт, 2018. – 381 с.
23. Ибрагимов, Р. Г. Корпоративные финансы. Финансовые решения и ценность фирмы : учебное пособие для вузов / Р. Г. Ибрагимов. – Москва : Издательство Юрайт, 2021. — 184 с.
24. Игонина Л. Л. Инвестиции : учебник / Л. Л. Игонина. – 2-е изд., перераб. и доп.– Москва : Магистр, 2017 – 749 с.
25. Капранова, Л. Д. Инвестиции в лизинг: проблемы и перспективы развития лизинга в современной России / Л. Д. Капранова // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2021. – Т. 17. – № 1(394). – С. 39-66.
26. Карякина Ю.А. Современные формы финансирования капитальных вложений / Ю.А.Карякина // Вестник научных конференций. – 2016. – № 11–6 (15). – С. 91–92.
27. Кириллов Ю.В. Многокритериальная модель оптимизации структуры капитала/Ю.В. Кириллов, Е.Н. Назимко // Экономический анализ: теория и практика – 2020. – №15-8(17). – С.56-59.
28. Ковалев, В. В. Логика и критерии оценки финансового состояния лизинговой компании / В. В. Ковалев, Е. А. Воронова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2019. – Т. 35. – № 1. – С. 50-82.
29. Ковалев, В. В. Особенности экономического анализа лизинговых компаний / В. В. Ковалев, Е. А. Воронова // Экономический анализ: теория и практика. – 2018. – Т. 17. – № 1(472). – С. 166-183.
30. Леонтьев, В. Е. Корпоративные финансы : учебник для вузов / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2021. – 354 с.

31. Летяго, Е. С. Оптимизация структуры капитала в современных условиях / Е. С. Летяго // Вестник науки. – 2019. – Т. 3. – № 6(15). – С. 82-87.
32. Лимитовский, М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках : учебнопрактич. пособие. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : Юрайт, 2018. – 486 с.
33. Логачева, Е.А. Управление структурой капитала и оценка эффективности использования заемного капитала /Е.А. Логачева, А.С. Обухова // Молодежь и XXI век – 2018. –Том 1. – С. 194-198.
34. Лукасевич, И. Я. Финансовый менеджмент в 2 ч. Часть 1. Основные понятия, методы и концепции : учебник и практикум для вузов / И. Я. Лукасевич. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2021. – 377 с.
35. Лукасевич, И. Я. Финансовый менеджмент в 2 ч. Часть 2. Инвестиционная и финансовая политика фирмы : учебник и практикум для вузов / И. Я. Лукасевич. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2021. – 304 с.
36. Лысенко, Ю.В. Методические подходы разработки модели анализа оптимизации структуры капитала компаний / Ю. В. Лысенко, П. Г. Рябчук, Д. С. Гордеева [и др.] // Азимут научных исследований: экономика и управление. – 2019. – Т. 8. – № 2(27). – С. 228-232.
37. Лысенко, Ю.В. Методические подходы разработки модели анализа оптимизации структуры капитала компаний / Ю. В. Лысенко, А. А. Якушев, М. В. Лысенко, Ю. В. Белоконов // Экономические науки. – 2019. – № 177. – С. 63-72.
38. Маркс, К. Сочинения : перевод с немецкого / К. Маркс, Ф. Энгельс. – 2-е изд. – Москва : Госполитиздат, 2015 – .Т. 23 : Капитал, Ч. 1. – 2015. – 908 с.
39. Маршалл, А. Основы экономической науки [Текст] / А. Маршалл. – Москва : Эксмо, 2017– 832 с.

40. Милета, В. И. Теоретические подходы к оптимизации финансовой структуры капитала компании / В. И. Милета, А. А. Сергеева // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2019. – № 4-2. – С. 129-131.
41. Незамайкин, В.Н. Финансовый менеджмент: учебник для бакалавров / В.Н. Незамайкин, И.Л. Юрзинова. – Люберцы : Юрайт, 2016. - 467 с.
42. Нуриев, Р. М. Курс микроэкономики : учебник / Р. М. Нуриев. – 2-е изд., изм. – Москва: Норма, 2016. – 576 с
43. Дягель, О.Ю. Аналитическое обеспечение управления финансовыми ресурсами коммерческой организации: монография / О. Ю. Дягель. – Красноярск : Сиб. федер. ун-т, 2017. – 216 с.
44. Официальный сайт ООО «Лизинговая компания «Дельта» [Электронный ресурс] – Режим доступа : <https://www.lkdelta.ru/>.
45. Полтева, Т.В. Анализ источников финансирования деятельности компаний / Т.В. Полтева, К.Ю. Курилов // Карельский научный журнал. – 2018. – Т. 7. – № 4 (25). – С. 101–105
46. Райзберг, Б. А. Современный экономический словарь [Электронный ресурс] / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 6-е изд., перераб. и доп. – Москва : ИНФРА-М, 2011. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_67315/ (дата обращения : 02.05.2019 г.).
47. Савицкая Г. В. Экономический анализ: учебник / Г. В. Савицкая. – М.: Инфра- М, 2015. – 647 с.
48. Сизова, Т. В. Оптимизация структуры капитала компаний: современные модели и методы / Т. В. Сизова, Д. А. Сизова, Я. Я. Иванова // Российский экономический интернет-журнал. – 2019. – № 1. – С. 64.
49. Синицкая, Н. Я. Финансовый менеджмент : учебник и практикум для вузов / Н. Я. Синицкая. – 2-е изд., испр. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2021. – 196 с.

50. Сироткин, С. А. Финансовый менеджмент на предприятии : учебник / С. А. Сироткин, Н. Р. Кельчевская. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 351 с.
51. Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Книга I / А. Смит. - Москва: Огни, 2017. – 511 с.
52. Соловьева, Н.А. Анализ финансового состояния коммерческой организации : альбом наглядных пособий / Краснояр. гос. торг.-экон. ин-т ; сост. Н.А.Соловьева, Ш.А. Шовхалов. – Красноярск, 2017. – 54 с.
53. Сысоева, Е. Ф. Финансовые ресурсы и капитал организаций: сущность, управление, эффективность использования : монография / Е.Ф.Сысоева. – Воронеж : Воронеж. гос. ун-т, 2017. – 248 с
54. Теплова, Т.В. Инвестиции : учебник Т.В. Теплова. – Москва : Юрайт, 2018. – 724 с.
55. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы в 2 ч. Часть 1 : учебник и практикум для академического бакалавриата / Т.В. Теплова. – Москва : Юрайт, 2017. – 390 с.
56. Теплова, Т.В. Эффективный финансовый директор : учебное пособие для бакалавриата и магистратуры / Т. В. Теплова. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Юрайт, 2017. – 507 с.
57. Филонова, Е. С. Экономико-математическая модель оптимизации структуры капитала компаний и перспективы ее применения / Е. С. Филонова // Вестник ОрелГИЭТ. – 2019. – № 1(47). – С. 46-50
58. Хасбулатов, Р. И. Международные финансы : учебник для магистров / Р. И. Хасбулатов. – Москва : Юрайт, 2017. – 567 с.
59. Хикс, Дж. Р. Стоимость и капитал [Текст] / Дж. Р. Хикс. – Москва : Прогресс, 2017. – 488 с.
60. Чепурин, М. Н. Курс экономической теории / М. Н. Чепурин, Е. А. Киселева. – Москва: МГИМО МИД РФ, 2018. – 624 с.

61. Чжао, Я. Существующие проблемы оптимизации структуры капитала предприятия и их решения / Я. Чжао // Экономика и социум. – 2020. – № 6-2(73). – С. 549-553.

62. Швачко, Д. Д. Метод оптимизации структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков / Д. Д. Швачко // Научный журнал. – 2019. – № 7(41). – С. 92-94.

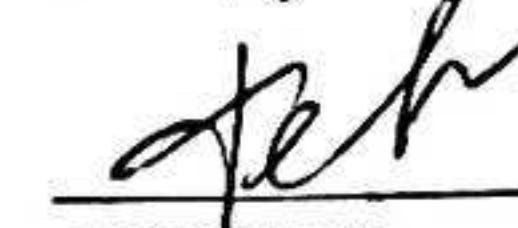
63. Modigliani F. The cost of capital, corporation financing and the theory of investment / F. Modigliani, M. H. Miller // American Economic Review. – 1958. – № 48. – Р. 261-297.

64. Durand D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems in measurement // Conference on research in Business Finance. - National Bureau of Economic Research. – N. Y.: 1962. – Р. 215-262.

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, государственного управления и финансов
кафедра финансов и управления рисками

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой

 И.С. Ферова
подпись
«11 » 06 2021 г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА КОМПАНИИ
(НА ПРИМЕРЕ ООО «ЛИЗИНГОВАЯ КОМПАНИЯ «ДЕЛЬТА»)

38.04.02 «Менеджмент»
(код и наименование направления)

38.04.02.13 «Финансовый менеджмент»
код и наименование магистерской программы

Научный
руководитель

Дягель 17.06.21
подпись, дата

к.э.н., доцент
должность, ученая степень

О.Ю. Дягель

Выпускник

Майорова 17.06.21
подпись, дата

О.А. Майорова

Рецензент

Петрова 17.06.21
подпись, дата

профессор, д.э.н
должность, ученая степень

А.Т. Петрова

Красноярск 2021