

*На правах рукописи*

Шарикова Ольга Владимировна

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ  
СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ  
ОРГАНИЗАЦИЙ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат  
диссертации на соискание ученой  
степени кандидата экономических наук

Москва  
2013

Работа выполнена на кафедре «Финансовый и инвестиционный менеджмент» Заочного финансово-экономического института ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Научный руководитель кандидат экономических наук, доцент  
**Макеева Елена Юрьевна**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
**Гукова Альбина Валерьевна**  
ФГАОУ ВПО «Волгоградский государственный университет», директор Института дополнительного образования

кандидат экономических наук  
**Степанова Анастасия Николаевна**  
ФГАОУ ВПО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,  
доцент кафедры экономики и финансов фирмы

Ведущая организация **ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»**

Защита состоится «18» апреля 2013 г. в 12-00 часов на заседании диссертационного совета Д 505.001.02 на базе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, ауд. 406, Москва, 125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, комн. 203, Москва, 125993.

Автореферат разослан «15» марта 2013 г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации «15» марта 2013 г. размещены на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru>.

Ученый секретарь  
диссертационного совета Д 505.001.02,  
к.э.н., доцент

Е.Е. Смирнова

## 1. Общая характеристика работы

**Актуальность темы исследования.** Определение соотношения собственного и заемного капиталов организаций является одной из ключевых проблем при принятии решений об их долгосрочном развитии. Структура капитала организаций влияет на их финансовую устойчивость, потенциальные конфликты интересов между собственниками, менеджерами, кредиторами, а также на стоимость организаций.

В экономической литературе до настоящего времени не в достаточной степени исследованы проблемы формирования структуры капитала российских организаций: существуют различные определения таких понятий, как «структура капитала», «оптимальная структура капитала»; не в полной мере исследованы внутренние и внешние факторы, влияющие на структуру капитала российских организаций; ограничено число эмпирических исследований в области формирования структуры капитала российских организаций.

Особенности формирования структуры капитала российских организаций определяются также спецификой функционирования российского рынка капитала на современном этапе. Последствия финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. выявили ряд проблем в выборе источников формирования структуры капитала российских организаций. В частности, в области привлечения внешнего собственного источника капитала в виде выпуска акций, как в докризисном, так и в послекризисном периодах наблюдается нестабильность и высокий риск использования данного источника в связи с высокой степенью зависимости его рыночной стоимости от ряда внешних факторов, несовершенство и сложность юридических процедур выхода на фондовый рынок; в области привлечения заемных источников капитала в кризисном и послекризисном периодах выявляется сокращение объемов кредитования, банкротство банков, повышение процентных ставок по кредитам, ужесточение требований к заемщикам и др. Следовательно, исследование влияния финансово-экономического кризиса на процесс формирования структуры капитала организаций в современных условиях является также весьма значимым.

Таким образом, актуальность диссертационной работы обусловлена необходимостью выявления особенностей формирования структуры капитала российских организаций для реализации стратегий долгосрочного развития.

**Степень научной разработанности темы исследования.** Проблемы формирования структуры капитала организаций нашли широкое отражение в научных исследованиях отечественных и зарубежных экономистов. Работы зарубежных авторов имеют достаточно большую область практического применения, так как формируют теоретическую базу для принятия управленческих решений и позволяют максимизировать рыночную стоимость организаций. Весомый вклад в разработку указанных проблем внесли Ф. Бансел, З. Боди, Р. Брейли, Ю. Ф. Бригхем, Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович, В. Гойал, А. Дамодаран, С. Майерс, Ю. Митту, Ф. Модильяни, М. Миллер, С. Росс, С. Титман, М. Френк, К. Харви, М.С. Эрхард и др.

В отечественной экономической науке вопросы формирования оптимальной структуры капитала российских организаций исследовали: В.Б. Акулов, Ю.А. Арутюнов, Л.Е. Басовский, И.А. Бланк, В.В. Бочаров, А.Н. Гаврилова, И.В. Ивашковская, В.В. Ильин, А.Ф. Ионова, В.В. Ковалев, Н.В. Колчина, М.Н. Крейнина, В.Е. Леонтьев, И.Я. Лукасевич, Л.Н. Павлова, Н.Б. Рудык, Е.Е. Румянцева, Е.А. Стоянова, Т.В. Теплова, В.Н. Щуков и др.

Анализ степени разработанности проблемы формирования структуры капитала российских организаций в современных условиях показывает, что многие аспекты данной проблемы до сих пор недостаточно исследованы. Это относится, например, к вопросам исследования формирования структуры капитала российских организаций в условиях финансово-экономического кризиса, исследования влияния внутренних и внешних факторов, позволяющих сформировать структуру капитала российских организаций, а также определения оптимальной структуры капитала российских организаций.

Таким образом, необходимость разработки теоретических подходов к проблеме функционирования структуры капитала российских организаций, выработки методических инструментов по определению особенностей формирования

структуры капитала российских организаций predeterminedили выбор темы, цель, задачи и структуру диссертационной работы.

**Цель и задачи исследования.** Целью диссертационной работы является разработка методического инструментария оценки структуры капитала крупных российских организаций.

Для реализации поставленной цели в исследовании были сформулированы следующие основные **задачи**:

- исследовать основные тенденции формирования структуры капитала крупных российских организаций;

- разработать классификацию факторов, определяющих специфику структуры капитала крупных российских организаций в рамках основных концепций структуры капитала организаций;

- определить влияние наиболее значимых внутренних и внешних факторов на структуру капитала крупных российских организаций путем эмпирической апробации регрессионной модели;

- определить оптимальную структуру капитала крупных российских организаций для ряда отраслей экономики с применением модели оценки вероятности банкротства.

**Объектом исследования** является структура капитала крупных российских организаций различных отраслей российской экономики.

**Предметом исследования** является процесс формирования структуры капитала крупных российских организаций.

**Методологической и теоретической основой исследования** являются труды отечественных и зарубежных исследователей, посвященные проблеме управления структурой капитала предприятий, а также публикации в периодических изданиях по исследуемой проблематике. Методологический инструментарий исследования базируется на применении общенаучных методов, таких, как: наблюдение, сравнение, абстрагирование, анализ и синтез, моделирование. Для решения поставленных задач в работе использовались следующие методы науч-

ного познания: математико-статистический, логический, анализа, синтеза, экономико-математического моделирования и др.

**Информационной базой** исследования послужили законодательные и нормативные акты, регламентирующие финансовую и инвестиционную деятельность организаций, результаты исследований ведущих научных школ, специализированная периодическая литература, финансовая отчетность, экономические обзоры ведущих отраслей российской экономики, информационная база данных Ruslana.

#### **Область исследования.**

Результаты исследований, представленных в диссертации, соответствуют п. 3.9 «Направления регулирования корпоративных финансов, оптимизация структуры финансовых ресурсов предприятий реального сектора экономики», п. 3.20 «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала» Паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит» (экономически науки).

**Научная новизна** диссертационной работы заключается в выявлении особенностей формирования структуры капитала крупных российских организаций и состоит в получении следующих результатов:

- выявлены основные тенденции изменения структуры капитала крупных российских организаций, выражающиеся в устойчивом росте доли заемного капитала в структуре всего капитала организаций, а также преобладании краткосрочных заемных средств в общей доле заемных средств организаций;

- разработана классификация внутренних и внешних факторов, влияющих на структуру капитала крупных российских организаций, которая позволяет обосновать мотивы выбора соотношения собственной и заемной частей капитала российскими организациями;

- разработана регрессионная модель оценки зависимости структуры капитала организаций от внутренних и внешних факторов, в которой действие внутренних факторов оценивается через результативные показатели деятельности организаций, внешние факторы – через макроэкономические показатели; данная

модель позволяет проанализировать изменение структуры капитала российских организаций в докризисный, кризисный и послекризисный периоды; результаты данной оценки способствуют определению особенностей выбора структуры капитала крупных российских организаций;

- на основе апробации регрессионной модели выявлены наиболее значимые показатели внутренних факторов, влияющие на структуру капитала крупных российских организаций, а именно: коэффициент текущей ликвидности, коэффициент рентабельности активов, доля основных средств в активах, прирост активов; а также показатели внешних факторов: курс доллара США, темп инфляции.

- определена оптимальная структура капитала крупных российских организаций для различных отраслей экономики на основе оценки вероятности банкротства, выявлены отклонения фактических значений структуры капитала от оптимальных (расчетных) значений, что способствует повышению финансовой устойчивости организаций.

**Теоретическая значимость** диссертационной работы заключается в разработке методологических подходов, отражающих особенности формирования структуры капитала крупных российских организаций.

**Практическая значимость** диссертационной работы состоит в возможности использования ее результатов менеджментом крупных российских организаций, а именно: использование модели оценки влияния внутренних и внешних факторов на структуру капитала организаций, позволяющей определить характер и степень влияния ряда факторов на коэффициент финансового рычага для грамотного выбора соотношения собственного и заемного частей капитала организаций; определение оптимальной структуры капитала организаций на основе оценки вероятности банкротства с возможностью сопоставления фактических и оптимальных значений структуры капитала организаций, определения эффектов изменения параметров вероятности банкротства с целью повышения рыночной стоимости организаций.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные положения и результаты исследования докладывались и обсуждались:

- на международных научно-практических конференциях: «Повышение управленческого, экономического, социального и инновационно-технического потенциала предприятий, отраслей и народно-хозяйственных комплексов» (Пенза, РИО ПГСХА, 2009); «Инновационный путь развития РФ как важнейшее условие преодоления мирового финансово-экономического кризиса» (Москва, ВЗФЭИ, 2009); «Экономика, наука, образование: проблемы и пути интеграции» (Москва, ВЗФЭИ, 2010); «Экономическое развитие страны: различные аспекты вопроса» (Таганрог, Издательство «Перо», 2011); «Наука. Общество. Бизнес» (Кипр (Пафос), «Перспективы науки», 2011);

- на Всероссийских научных конференциях: «Региональные проблемы перехода к инновационной экономике» (Кемерово, Кемеровский институт (филиал) РГТЭУ, 2011); «Финансовая политика инновационного развития России: проблемы и пути решения» (Уфа, издательство «Мир печати», 2012);

- на 4-ой Международной заочной научно-практической конференции «Современные проблемы науки» (Тамбов, издательство ТМБпринт, 2011);

- на 12-ой ежегодной научной конференции Университета экономики (Чехия, Прага, University of Economics, 2011).

Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ ФГБОУ ВПО «Всероссийский заочный финансово-экономический институт», проводимых в соответствии с планом фундаментальных исследований в 2010-2011 гг. по теме «Модернизация и инвестиционный путь развития экономики России: финансовые проблемы и пути взаимодействия частных организаций и государства».

Результаты диссертационного исследования используются в практической деятельности:

- финансового департамента Группы компаний «Базелевс», где нашли применение методические инструменты по выявлению факторов, влияющих на структуру капитала организаций. Применение указанных результатов исследо-



вания способствовало совершенствованию политики управления структурой капитала данной организации (были выявлены наиболее значимые факторы, влияющие на структуру капитала, было принято решение о привлечении кредитных средств с целью повышения показателя рентабельности собственного капитала);

- финансового отдела ООО «Энергодиагностика», где были использованы модели влияния внутренних и внешних факторов на структуру капитала организаций, а также выводы и положения диссертации в части исследования отраслевых особенностей формирования структуры капитала. Полученные результаты позволили существенно повысить эффективность использования собственных и заемных средств в структуре капитала организации.

Внедрение подтверждено соответствующими документами.

**Публикации по теме исследования.** Основные положения диссертации опубликованы в одиннадцати печатных работах, общим объемом 6,99 п.л. (авторский объем - 5,64 п.л.), в том числе три статьи общим объемом 4,13 п.л. (авторский объем - 2,78 п.л.) опубликованы в журналах, включенных в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенный ВАК Минобрнауки России.

**Структура и объем работы** обусловлены целью, задачами и логикой проведенного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы из 110 наименований, 3 приложений. Основной текст диссертации изложен на 177 страницах, содержит 11 таблиц и 18 рисунков.

## **2. Основное содержание работы**

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертации рассмотрены три группы проблем.

**Первая группа проблем** посвящена определению основных тенденций формирования структуры капитала крупных российских организаций в настоящее время.

Теория структуры капитала имеет широкую область практического применения, представляя собой основу выбора определенных стратегических решений

для успешного финансового развития организации. Понятие «*структура капитала*» представляет собой соотношение заемного капитала организации (долгосрочного и краткосрочного) и всех форм собственного капитала организации, привлекаемых для решения своих долгосрочных задач.

*Оптимальная структура капитала* организации представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, которое обеспечивает максимальную рыночную оценку всего капитала, а, следовательно, и самой организации.

Практически все зарубежные и отечественные экономисты, рассматривающие проблему формирования структуры капитала организаций, отмечают, что значительная доля заемных средств в структуре капитала организации обусловлена эффектом финансового рычага. Действие его проявляется в том, что организация, рационально использующая заемные средства, несмотря на их платность, имеет более высокую рентабельность собственных средств. Иными словами, финансовый рычаг представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого организацией капитала. Таким образом, в данной работе в качестве оценочного показателя структуры капитала организации используется *коэффициент финансового рычага*, представляющий собой соотношение заемных и собственных средств организации.

В работе определена специфика формирования структуры капитала крупных российских организаций в современных условиях на основе исследования основных тенденций развития российского рынка капитала, анализа динамики объема и состава капитала, а также ряда показателей финансовой устойчивости организаций наиболее развитых отраслей российской экономики.

Одним из внешних привлеченных источников собственных средств для организаций является выпуск новых акций. В российских условиях данный инструмент выступает основным элементом рынка ценных бумаг, который начал функционировать относительно недавно. К наиболее активным участникам рынка публичных размещений акций можно отнести следующие отрасли: нефтегазовая, электроэнергетическая, металлургическая, оптово-розничная, телекоммуни-

кационная. Период кризисных явлений (2008-2009 гг.) характеризуется резким падением рыночной стоимости российских организаций, а также отраслевой неоднородностью - организации нефтегазовой отрасли по своей совокупной рыночной стоимости превосходили суммарную рыночную стоимость остальных отраслей. В настоящее время, несмотря на положительную динамику и перспективы развития, данный рынок имеет ряд недостатков по сравнению с зарубежными, а именно: незначительные объемы привлекаемого капитала, усложненные юридические процедуры, несовершенство законодательной базы.

Основным источником заемных средств в структуре капитала российских организаций выступает банковское кредитование. Основываясь на анализе отечественной практики банковского кредитования, можно сделать вывод, что долгосрочные кредиты практически не влияют на общую динамику капитальных вложений и не играют активной роли в инвестиционном процессе. Такое положение обусловлено отсутствием благоприятной инвестиционной среды, дороговизной банковских кредитов, отсутствием серьезных налоговых льгот для банков при кредитовании инвестиционных проектов.

Анализ динамики общего объема и основных элементов капитала российских организаций (выборка по 1457 организациям из двенадцати отраслей) в докризисный период (2005-2007 гг.) показал, что, организации наиболее развитых отраслей, таких, как: нефтегазовая, телекоммуникационная, металлургическая, электроэнергетическая, имеют относительно низкую долю заемных средств в структуре всего капитала (<30%); организации оптово-розничной торговли имеют наоборот высокую долю заемных средств – более 60%. Организации других отраслей (горнодобывающая, деревообрабатывающая, пищевая, текстильная, химическая, строительная, сельско-хозяйственная) также имеют высокую долю заемных средств (>60%) в структуре всего их капитала. При этом доля заемных средств сформирована в основном за счет краткосрочного капитала (доля долгосрочного капитала не превышает 15% от общей суммы заемного капитала).

В период финансово-экономического кризиса (2008-2009 гг.) наблюдается рост доли заемных средств в структуре всего капитала организаций группы раз-

витых отраслей (но не выше 40%). Для отраслей с высокой долей заемных средств, данный показатель остался либо на том же уровне (оптово-розничная, пищевая, химическая), либо немного снизился (все остальные отрасли).

В послекризисном периоде (2010-2011 гг.) для группы развитых отраслей доля заемных средств снизилась до показателей докризисного периода. Во второй группе отраслей наблюдается тенденция роста доли заемных средств по сравнению с докризисным периодом.

В результате анализа системы показателей финансовой устойчивости организаций выявлены наиболее независимые от привлечения заемных средств организации следующих отраслей: нефтегазовая электроэнергетическая, телекоммуникационная (имеют высокие коэффициенты автономии). Наиболее гибкими в использовании собственных средств являются организации нефтегазовой, телекоммуникационной, оптово-розничной отраслей. Наибольшей финансовой устойчивостью обладают организации нефтегазовой и телекоммуникационной отраслей, наименьшей – пищевой и строительной. Кризисные явления способствовали небольшому снижению данного показателя по всем отраслям, но в послекризисном периоде наметилась тенденция роста. Наименьшая вероятность банкротства (по оценке коэффициента прогноза банкротства) выявлена для организаций нефтегазовой и телекоммуникационной отраслей, что характеризует их как наиболее надежные. В целом, в динамике за три исследуемых периода вероятность банкротства для большинства организаций исследуемых отраслей возросла, что свидетельствует о тенденции роста финансовых затруднений.

**Вторая группа проблем** посвящена исследованию факторов, влияющих на структуру капитала крупных российских организаций. В рамках данной проблемы на основе исследования современных концепций структуры капитала разработана классификация внутренних и внешних факторов, влияющих на процесс формирования структуры капитала российских организаций, а также проведено эмпирическое исследование влияния ряда факторов на структуру капитала российских организаций в отраслевом разрезе.

Одной из центральных проблем современной теории структуры капитала является выбор факторов, определяющих решения организаций в области формирования той или иной структуры капитала. Исследование факторов структуры капитала организаций необходимо для более глубокого понимания мотивов такого выбора и обоснования стратегических планов организаций, а также для развития новых механизмов контроля со стороны собственников организаций.

Представленная на рис. 1 классификация факторов, влияющих на структуру капитала организаций, разделена на две группы - внутренние и внешние факторы. В основе классификации внутренних факторов лежат наиболее известные современные концепции структуры капитала организаций. Данная группа факторов полностью зависит от деятельности организации, характера принимаемых решений, ее финансовой стратегии, а, следовательно, поддается влиянию и изменению со стороны данной организации.

В ходе проведенного исследования выявлено, что согласно компромиссной концепции, суть которой заключается в том, что решение о выборе оптимальной структуры капитала определяется как компромисс между выгодами от налогового щита, возникающего при выплате процентов по заемному капиталу и издержками финансовых затруднений (или косвенными издержками банкротства), основными влияющими факторами являются: уровень налогообложения прибыли и уровень издержек банкротства.

Согласно концепции иерархии, в которой между внешними инвесторами и менеджерами организаций существуют информационные асимметрии, приводящие к тому, что организации предпочитают, прежде всего, внутренние источники (за счет собственных средств), и только потом внешние (займы и дополнительный выпуск акций), существенными влияющими факторами установлены: рентабельность активов, финансовая гибкость, доля основных средств в активах, масштаб деятельности, текущая ликвидность активов, изменчивость доходов.

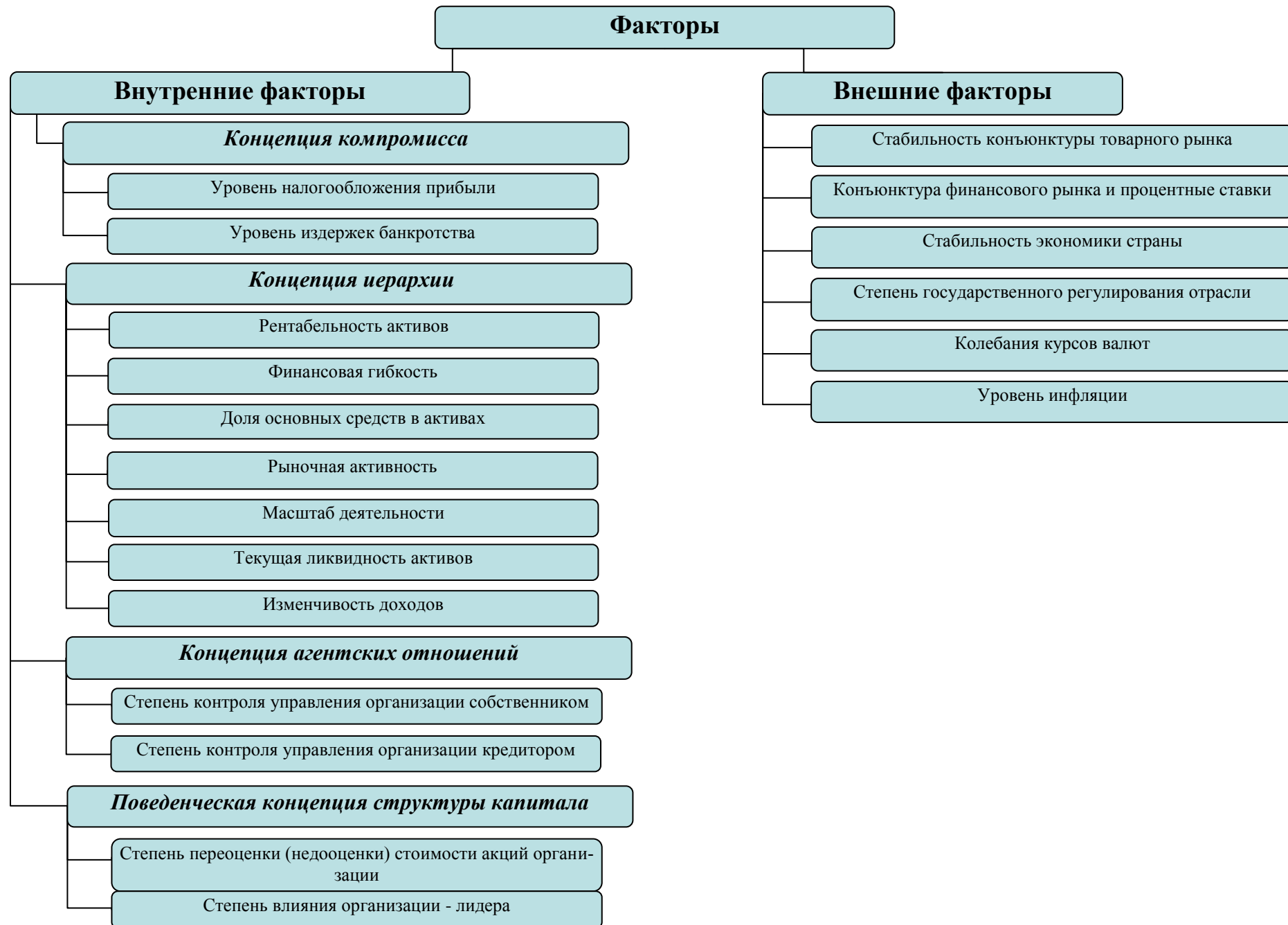


Рис. 1. Классификация факторов, влияющих на структуру капитала в российских организациях

Согласно концепции отслеживания рынка, основная идея которой заключается в отслеживании положения дел на финансовом рынке и принятии определенных действий в связи с установившимся положением (в период, когда рынок переоценивает акции организации, необходимо эмитировать как можно большее количество акций, а когда акции организации недооценены рынком, следует использовать долговое финансирование, при этом временно свободные денежные средства направлять на выкуп обыкновенных акций организации, обращающихся на открытом фондовом рынке), значимыми факторами данной концепции являются: степень переоценки (недооценки) стоимости акций организации, степень влияния организации-лидера.

Концепция агентских отношений описывает как сами отношения, так и связанные с ними издержки, которые возникают в том случае, когда владельцы капитала (акционеры и кредиторы) передают права на принятие и реализацию управленческих решений наемным менеджерам, что создает потенциальный конфликт интересов, который приводит к снижению текущей рыночной стоимости организации и для решения которого можно использовать структуру капитала организации. Значимыми факторами в рамках данной концепции выступают степень контроля управления организацией собственником, степень контроля управления организации кредитором.

Вторая группа факторов обусловлена внешней средой и не зависит от принимаемых решений со стороны организации. К подобным факторам необходимо приспосабливаться и корректировать свои действия в ходе финансово-хозяйственной деятельности.

Представленная классификация факторов, влияющих на решение менеджмента о выборе определенного соотношения заемного и собственного капиталов, способствует более глубокому осмыслению процесса формирования структуры капитала, пониманию мотивов такого выбора, а также обоснованию стратегических планов организаций.

На основе исследования наиболее известных концепций структуры капитала, а также определения факторов, влияющих на структуру капитала в рамках каждой из них, произведен эмпирический анализ выявления наиболее значимых факторов, влияющих на структуру капитала крупных российских организаций. В ходе данного исследования применена эконометрическая модель оценки влияния ряда внутренних и внешних факторов на структуру капитала крупных российских организаций в отраслевом разрезе с использованием метода множественной регрессии.

Для реализации исследования сформирована выборка по 1457 крупным нефинансовым организациям, функционирующим в двенадцати отраслях российской экономики (горнодобывающая, деревообрабатывающая, металлургическая, нефтегазовая, оптово-розничная торговля, пищевая, сельскохозяйственная, строительная, текстильная, телекоммуникационная, химическая, электроэнергетическая). Исследование проведено путем сбора годовой финансовой отчетности с использованием информационно-статистической базы Ruslana. Общий период исследования составил одиннадцать лет, начиная с 2000 г. и заканчивая 2010 г.

В качестве зависимой переменной (показателя структуры капитала) используется коэффициент финансового рычага, определяемый как соотношение заемных и собственных средств организации. Данный коэффициент рассчитывается как отношение долгосрочного и краткосрочного частей заемного капитала, к величине совокупных активов в балансовой оценке.

Базовая формализованная модель влияния ряда факторов на коэффициент финансового рычага имеет вид:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 \quad (1)$$

где:  $Y$  – структура капитала (показатель - коэффициент финансового рычага);  $X_1$  – фактор доходности совокупного капитала организации (показатель - коэффициент рентабельности активов),  $X_2$  – фактор ликвидности активов организации (показатель - коэффициент текущей ликвидности),  $X_3$  – фактор масштаба деятельности организа-



ции (показатель – натуральный логарифм совокупных активов),  $X_{3a}$  – фактор масштаба деятельности организации (показатель – натуральный логарифм величины выручки),  $X_4$  – фактор налоговых выгод заемного финансирования (показатель - эффективная налоговая ставка),  $X_5$  – фактор, отражающий структуру активов организации (показатель - доля основных средств в активах),  $X_6$  – фактор, отражающий перспективы роста организации (показатель – прирост совокупных активов),  $X_7$  – фактор изменения прибыли организации (показатель – стандартное отклонение прибыли до уплаты процентов и налогов),  $X_8$  – фактор, отвечающий за срок жизни организации (показатель – натуральный логарифм возраста организации).

Результаты исследования показали, что в *докризисный период* (2000-2007 гг.) наиболее существенными факторами, влияющими на коэффициент финансового рычага, являются: фактор доходности совокупного капитала (коэффициент рентабельности активов), фактор ликвидности активов (коэффициент текущей ликвидности), фактор структуры активов (доля основных средств в активах), фактор перспективы роста (прирост активов). Таким образом, значимость выше указанных факторов свидетельствуют о том, что в докризисный период организации, прежде всего, ориентировались на использование внутренних источников финансирования, и только в случае их недостатка прибегали к использованию внешних.

В *кризисный период* (2008-2009 гг.) количество значимых факторов снизилось до трех: фактор доходности совокупного капитала (коэффициент рентабельности активов), фактор ликвидности активов (коэффициент текущей ликвидности), фактор структуры активов (доля основных средств в активах). В данный период потерял свою значимость фактор перспективы роста (прирост активов). В двух периодах наиболее значимым фактором для всех отраслей является фактор доходности совокупного капитала (коэффициент рентабельности активов), но в кризисном периоде значения данного показателя ниже, чем в докризисном.

В *послекризисный период* (2010 гг.) основным фактором, влияющим на коэффициент финансового рычага, остается фактор доходности совокупного капитала

(коэффициент рентабельности активов). Фактор ликвидности активов (коэффициент текущей ликвидности) значим только для четырех отраслей. Характер связи данных факторов с коэффициентом финансового рычага остается отрицательный для всех отраслей.

Таким образом, значимость выше указанных факторов определяет следующие особенности формирования структуры капитала российских организаций:

- более прибыльным российским организациям присущ более низкий коэффициент финансового рычага (рост коэффициента рентабельности активов способствует повышению доли собственной части в структуре капитала организаций);
- наличие существенных ликвидных активов способствует снижению коэффициента финансового рычага российских организаций (рост коэффициента текущей ликвидности способствует повышению доли собственной части в структуре капитала организаций);
- рост доли основных средств в активах российских организаций не способствует росту коэффициента финансового рычага;
- российские организации с более высокими темпами роста нацелены на увеличение коэффициента финансового рычага (рост показателя прирост активов способствует повышению доли заемной части в структуре капитала организаций).

В ходе исследования влияния ряда внешних факторов определена степень их влияния на среднеотраслевой показатель коэффициента финансового рычага. В общем виде регрессионная модель (парная регрессия) имеет вид:

$$Y = \alpha + \beta_i X_i \quad (2)$$

где:  $Y$  – Среднеотраслевой коэффициент финансового рычага,  $X_1$  – Внутренний валовой продукт (ВВП),  $X_2$  – Темп инфляции,  $X_3$  – Величина экспортной выручки (по методологии платежного баланса),  $X_4$  – Величина импорта (по методологии платеж-

ного баланса),  $X_5$  – Курс нефти,  $X_6$  – Курс доллара,  $X_7$  – Внешний долг частного сектора (Заимствования),  $X_8$  – Индекс РТС,  $X_9$  – Индекс ММВБ,  $X_{10}$  – Капитализация РТС,  $X_{11}$  – Капитализация ММВБ,  $X_{12}$  – Рейтинг политической свободы.

Согласно проведенному исследованию оценки влияния показателей внешних факторов на среднеотраслевой коэффициент финансового рычага российских организаций (рассчитывается как среднеарифметическое коэффициентов финансового рычага двенадцати исследуемых отраслей) подтверждается значимость шести показателей: внутренний валовый продукт, инфляция, экспорт, импорт, курс нефти, курс доллара США. Наибольшую силу влияния на коэффициент финансового рычага оказывают курс доллара США и темп инфляции. Данные результаты подтверждают сильную зависимость российской экономики от колебаний курсов доллара США, поскольку российская экономика является экспортно-сырьевой. Кроме того, существует тесная взаимосвязь между развитием рынка ценных бумаг и динамикой курса доллара США. Положение на рынке ценных бумаг, в свою очередь, оказывает существенное влияние на решения организаций об использовании/сокращении финансирования за счет внешних источников, что и формирует определенный уровень финансового рычага организаций.

Другим значимым показателем внешних факторов является темп инфляции. Данный показатель существенно влияет на инвестиционные возможности организаций: инвестирование денежных средств в любые операции оправдано лишь в том случае, если доходность от вложений превышает темпы инфляции. Кроме того, инфляция непосредственно влияет на многие аспекты финансовой деятельности организаций: на величину денежных потоков, стоимость активов и пассивов, изменение выручки и др., что в свою очередь оказывает влияние на решения организаций об установлении определенного уровня финансового рычага.

**Третья группа проблем** связана с определением оптимальной структуры капитала крупных российских организаций в отраслевом разрезе, а также с выявлени-

ем отклонений реальной (фактической) структуры капитала организаций от ее оптимальных значений.

Оценка оптимальной структуры капитала осуществляется по критерию вероятности банкротства и определяется как некий коэффициент финансового рычага, при котором вероятность банкротства равна заданной пороговой величине. В работе в качестве базовой модели оценки вероятности банкротства используется модель Ван-дер-Виджса (Van der Wijst). Суть данной модели заключается в том, что банкротство рассматривается, как неспособность организации осуществлять текущие выплаты по долгам, т. е. как вероятность того, что прибыли не хватит для покрытия процентов по займам и погашения текущей части заемного капитала. Если предположить, что операционная прибыль ( $x$ ) нормально распределена (с распределение ожидаемого денежного потока  $\mu_x$  и стандартным отклонением  $\sigma_x$ ) и не зависит от структуры капитала, то можно построить статистический показатель, позволяющий описать вероятность наступления банкротства в зависимости от величины финансового рычага:

$$F = 1 - \frac{B(R)f(R)}{\tau} \quad (3)$$

где:  $F$  – вероятность банкротства организации,

$B(R)$  – функция издержек банкротства,

$f(R)$  - функция распределения потока

$R$  – показатель структуры капитала (коэффициент финансового рычага)

$\tau$  – ставка налога на прибыль

Для трех уровней вероятности банкротства (малой, средней и высокой) расчетам оптимальную структуру капитала по каждой отрасли, используя формулу:

$$F(R) = 1 - \frac{B(R) \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \frac{1}{\sqrt{\sigma^2}} \exp\left(-\frac{1}{2} \frac{(R - \mu)^2}{\sigma^2}\right)}{\tau} \quad (4)$$

Результаты исследования показали, что при низкой вероятности банкротства 30% фактическая структура капитала близка к ее оптимальным значениям для организаций электроэнергетической и химической отраслей (разница не более 0,05). Для организаций нефтегазовой отрасли фактическое значение ниже оптимального, что свидетельствует о недоиспользовании заемных средств в структуре капитала организаций данной отрасли.

При средней вероятности банкротства 50% фактическая структура капитала металлургической и телекоммуникационной отраслей близка к ее оптимальным значениям (разница не более 0,2), что свидетельствует об избытке использования заемного капитала и их относительной финансовой неустойчивости.

Фактическая структура капитала остальных отраслей (оптово-розничная, горнодобывающая, деревообрабатывающая, пищевая, текстильная, строительная, сельскохозяйственная) значительно выше оптимальных значений при высокой вероятности банкротства 80%. Следовательно, организации данных отраслей обладают высокой степенью финансовой неустойчивости и им необходимо пересмотреть финансовую политику формирования их структуры капитала.

Также в работе определены эффекты влияния параметров, формирующих зависимость вероятности банкротства и структуры капитала, что позволяет в свою очередь оценить, в какой степени изменение параметров, участвующих в модели, может повлиять на изменение оптимальной структуры капитала при заданном уровне вероятности банкротства. Зависимость вероятности банкротства от изменения параметров модели определяется следующими формулами:

Зависимость вероятности банкротства от изменения издержек банкротства ( $B(R)$ )	$\frac{\partial F}{\partial B(R)} = -\frac{f(R)}{\tau} \quad (5)$
Зависимость вероятности банкротства от изменения потока прибыли ( $\mu$ )	$\frac{\partial F}{\partial \mu_x} = -\frac{B(R)}{\tau} \frac{\partial f}{\partial \mu_x} = -\frac{f(R)B(R)}{\tau \sigma_x^2} (\mu_x - R) \quad (6)$

Зависимость вероятности банкротства от изменения стандартного отклонения ( $\sigma$ )	$\frac{\partial F}{\partial \sigma_x} = -\frac{B(R)\frac{\partial f}{\partial \sigma_x}}{\tau} = \frac{f(R)B(R)}{\tau} \left[ \frac{1}{\sigma_x} - \frac{(R-\mu_x)^2}{\sigma_x^3} \right] \quad (7)$
Зависимость вероятности банкротства от изменения налоговой ставки на прибыль ( $\tau$ )	$\frac{\partial F}{\partial \tau} = \frac{B(R)f(R)}{\tau^2} \quad (8)$

Для определения эффекта влияния параметров на структуру капитала используется низкий уровень вероятности банкротства (30%). Для каждого параметра при заданном уровне банкротства определяется диапазон изменений (четыре точки) и рассчитывается доля заемного капитала в структуре капитала ( $R$ ) для каждой точки.

Результаты исследования показали, что структура капитала телекоммуникационной отрасли является наиболее чувствительной к изменениям параметров (наибольшее влияние оказывают изменение издержек банкротства и налога на прибыль). Менее чувствительными к изменению параметров являются нефтегазовая и оптово-розничная отрасли. В целом наибольшее влияние на все отрасли оказывают такие параметры, как изменение ставки налога на прибыль, изменение издержек банкротства.

Таким образом, использование предложенных в работе теоретико-методических аспектов, определяющих особенности формирования структуры капитала российских организаций, способствуют более глубокому пониманию процесса формирования структуры капитала российских организаций.

### 3. Список публикаций по теме исследования

*Публикации в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России:*

1. Шарикова О.В. Западноевропейский опыт моделирования структуры капитала (в двух частях) [текст] / О.В. Шарикова, Е.Ю.Макеева // РИСК: Ресурсы. Информация. Снабжение. Конкуренция. – 2010. - №4. С. 442-451; – 2011. - №1. С. 129-138. (2,70/1,35 п.л.);

2. Шарикова О.В. Динамическое моделирование факторов структуры капитала российских организаций [текст] / О.В. Шарикова // Анализ и аудит. – 2011. - № 3. С. 193-199. (1,13 п.л.);
3. Шарикова О.В. Capital Structure: Theories and Empirical Results (Исследование структуры капитала: Теория и практика) [текст] / О.В. Шарикова // Перспективы науки. – 2011. - № 5(20). С. 129-131. (0,30 п.л.);

Публикации в других научных изданиях:

4. Шарикова О.В. Европейский опыт определения структуры капитала организации [текст] / О.В. Шарикова // Инновационный путь развития РФ как важнейшее условие преодоления мирового финансово-экономического кризиса: Материалы международной научно-практической конференции 21-22 апреля 2009 г. Заседания секций. Том 2. - М.: ВЗФЭИ, 2009. С. 66.(0,12 п.л.);
5. Шарикова О.В. Определение оптимальной структуры капитала предприятия в российских условиях [текст] / О.В. Шарикова // Повышение управленческого, экономического, социального и инновационно-технического потенциала предприятий, отраслей и народно-хозяйственных комплексов. Международная научно-практическая конференция: сборник статей /МНИЦ ПГСХА. - Пенза: РИО ПГСХА, 2009. С.167-172. (0,20 п.л.);
6. Шарикова О.В. Детерминанты структуры капитала [текст] / О.В. Шарикова // Экономика, наука, образование: проблемы и пути интеграции. Материалы Международной научно-практической конференции, посвященной 80-летию юбилею ВЗФЭИ, 26-27 октября 2010 г. Заседания секций. Том. 3. Секции 14-18. – М.: ВЗФЭИ, 2011.С. 143. (0,10 п.л.);
7. Шарикова О.В. Факторы, влияющие на структуру капитала российских организаций в современных условиях [текст] / О.В. Шарикова // Экономическое развитие страны: различные аспекты вопроса /Материалы II-ой Международной научно-практической конференции (Таганрог, 28 февраля 2011 г.). Сборник научных тру-

- дов /Под научн. ред. кандидата экономических наук Галачиевой С.В. – М.: Издательство «Перо», 2011. С.142-145. (0,30 п.л.);
8. Шарикова О.В. Отраслевые особенности формирования структуры капитала российских организаций [текст] / О.В. Шарикова // Региональные проблемы перехода к инновационной экономике: материалы международной научной конференции (Кемерово, 1-28 апреля 2011 г.): в 4-х частях. Часть IV; Кемеровский институт (филиал) РГТЭУ. – Кемерово: Кемеровский институт (филиал), 2011. С. 14-16. (0,34 п.л.);
  9. Шарикова О.В. Факторы, определяющие структуру капитала российских организаций [текст] / О.В. Шарикова // Сборник материалов 4-ой международной научно-практической конференции: «Современные проблемы науки» 31 марта. 2011. – Тамбов, издательство ТМБпринт, 2011. С.40-41. (0,10 п.л.);
  10. Шарикова О.В. Determinants of Capital Structure: West European and Russian Experience Description (Детерминанты структуры капитала: западноевропейский и российский опыт) [текст] / О.В. Шарикова // Collection of Papers 2011 – Volume I «The 12th Annual Doctoral Conference Faculty of Finance and Accounting, University of Economics, Prague» Prague, 27<sup>th</sup> May, 2011. С. 289-305. (1,40 п.л.);
  11. Шарикова О.В. Концепции компромисса и иерархии в практике российских организаций в современных условиях [текст] / О.В. Шарикова // Финансовая политика инновационного развития России: проблемы и пути решения. Сборник материалов Всероссийской заочной научно-практической конференции (2-6 апреля 2012г.) – Уфа: Изд. «Мир печати», 2012. С. 132-136. (0,30 п.л.).