

0 - 792783

На правах рукописи

СЫСОЕВА Елена Федоровна

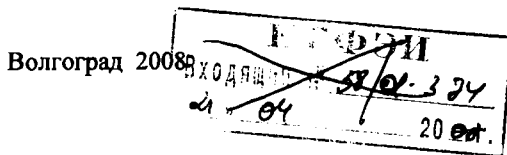
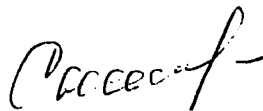
**ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ И КАПИТАЛ ОРГАНИЗАЦИЙ:
СУЩНОСТЬ, ВОСПРОИЗВОДСТВО, УПРАВЛЕНИЕ**

Специальность 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

доктора экономических наук

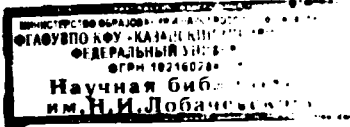


Работа выполнена в ГОУ ВПО «Воронежский государственный университет»

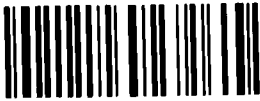
Научный консультант: доктор экономических наук, профессор
Гаврилов Виктор Владимирович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Едронина Валентина Николаевна

доктор экономических наук, профессор
Овчинникова Оксана Петровна



НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ

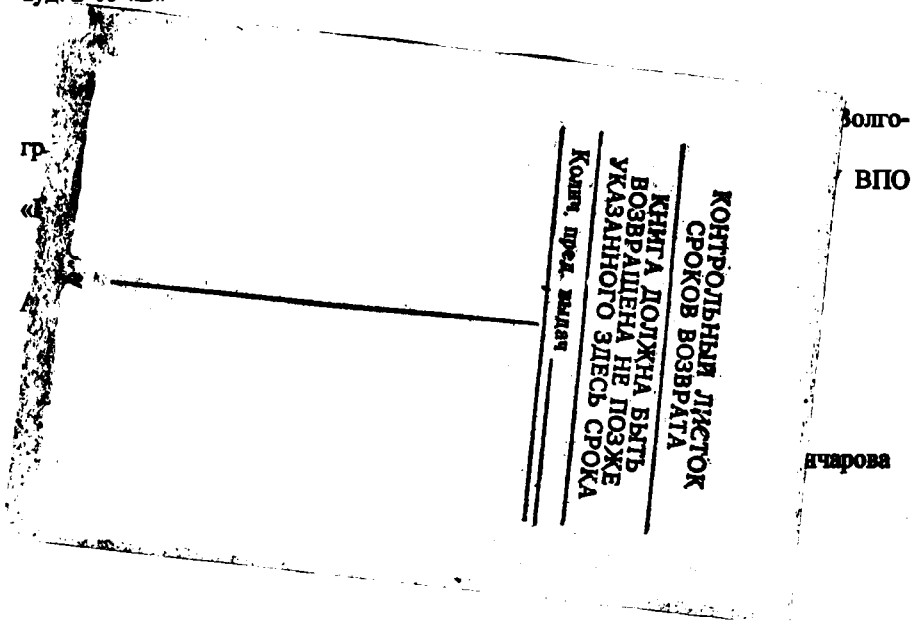


0000712675

доктор экономических наук, профессор
Набиев Рамазан Абдулмуминович

Ведущая организация: ГОУ ВПО «Саратовский государственный социально-экономический университет»

Защита состоится «15» мая 2008 г. в 10.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.029.04 при ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» по адресу: 400062, г. Волгоград, пр. Университетский, 100, ауд. 2-05 «В»



ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования определяется несколькими принципиальными моментами.

Во-первых, рыночная трансформация экономической системы России существенно изменила условия и принципы формирования финансовых ресурсов коммерческих организаций. У организаций реального сектора российской экономики, с одной стороны, появились новые возможности наращивания финансового потенциала расширенного воспроизводства (эмиссия ценных бумаг, заимствования на рынке капитала, гарантированные кредиты и др.), с другой, заметно расширился спектр решаемых задач, отличающихся повышенной сложностью и ограниченностью временных горизонтов решения (реструктуризация производства, обновление на инновационной основе его материально-технической базы, освоение конкурентоспособной продукции при повышающемся уровне открытости национальной экономики и др.). Очевидна потребность в формировании нового механизма управления финансовыми ресурсами на микроэкономическом уровне, ориентированного на рост и эффективное использование капитала организаций при обеспечении их финансовой устойчивости и допустимого уровня финансовых рисков.

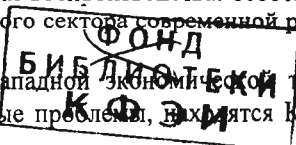
Во-вторых, осуществляемые ныне процессы построения новой системы бюджетного федерализма, в том числе, межбюджетных отношений в системе «федеральный центр - регионы» существенно корректируют объем и структуру финансовых ресурсов, которые органы власти разных уровней могут использовать для поддержки реального сектора экономики. Другими значимыми факторами, определяющими перспективы развития финансовой базы коммерческих организаций, выступают расширение состава приоритетов социально-экономической политики государства, освоение им модели среднесрочного финансового планирования.

В-третьих, интеграция России в мировое экономическое пространство инициирует потребность в компаративном анализе современной зарубежной практики, позволяющем осуществить селекцию продуктивных инструментов управления финансовыми ресурсами, финансовыми рисками, с последующей их адаптацией к российской институциональной среде.

В-четвертых, содержательный анализ имеющегося теоретического задела в названной предметной области свидетельствует об отсутствии адекватного концептуального и прикладного обеспечения процессов развития и эффективного использования финансового потенциала коммерческих организаций реального сектора экономики страны.

Степень разработанности проблемы определяется состоянием фундаментальных теоретических положений, раскрывающих сущность финансовых ресурсов и капитала, содержание механизма их воспроизводства, особенности процесса финансирования организаций реального сектора современной российской экономики.

В ряду выдающихся представителей западной экономической теории, рассматривавших в своих трудах обозначенные проблемы, выделяются К. Вик-



селль, Дж. М. Кейнс, К. Маркс, А. Маршалл, Дж. Милль, Дж. Робинсон, П. Самуэльсон, Ф. Хайек, А. Хансен, Р. Харрод, С. Харрис, Дж. Хикс и др.

Значительный вклад в прикладные исследования проблем формирования и использования финансовых ресурсов компаний внесли такие зарубежные авторы, как Э. Блэк, А. Дамодаран, Р. С. Каплан, Дж. Литнер, Г. Марковиц, М. Миллер, Ф. Модильяни, Дж. Моссин, Д. П. Нортон, А. Раллопорт, С. Росс, Дж. Стерн, Б. Стюарт, Ф. У. Шарп, М. Шоулз и др.

Развитие теории финансов и финансового менеджмента в России и странах СНГ связано с именами А. М. Бирмана, И. А. Бланка, В. В. Бочарова, И. В. Ивашковской, В. Е. Леонтьева, В. В. Ковалева, А. М. Ковалевой, М. Н. Крейниной, М. А. Лимитовского, Е. В. Лисицыной, Е. Н. Лобановой, Я. М. Миркина, Д. С. Молякова, В. М. Родионовой, М. В. Романовского, Н. Ф. Самсонова, Е. В. Семенковой, В. К. Сенчагова, В. А. Слепова, Е. С. Стояновой, Т. В. Тепловой, М. А. Федотовой, И. П. Хоминич, Е. И. Шохина и др.

В то же время в работах отечественных ученых отсутствует полная и целостная концепция управления финансовыми ресурсами хозяйствующих субъектов, синтезирующая все направления этого процесса и учитывающая специфику формирования и использования финансовых ресурсов российских организаций реального сектора экономики. Не решены принципиальные вопросы методологического и концептуального характера, такие как соподчиненность и взаимодействие финансовых ресурсов и капитала организаций и их включение в систему финансового менеджмента организаций реального сектора экономики, не раскрыт процесс трансформации финансовых ресурсов в капитал, оценки влияния величины финансовых ресурсов и их структуры на инвестиционную привлекательность российских компаний, оптимизации структуры капитала. Наблюдается фрагментарность в подходах к построению системы управления финансовыми ресурсами и капиталом коммерческих организаций.

Актуальными в этой связи становится разработка механизма управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций, охватывающего все стадии их кругооборота, а также исследование особенностей формирования и использования финансовых ресурсов организаций, функционирующих в регионах России. В настоящее время наблюдается ярко выраженная диспропорция в распределении денежных потоков между столичными центрами и регионами, которая приводит к общей нестабильности функционирования экономической системы страны, порождает межбюджетные противоречия, неэффективную миграцию рабочей силы, социально-экономическое расслоение населения страны.

Теоретическая и практическая значимость проблемы управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций, ее недостаточная изученность применительно к условиям функционирования экономики, потребность в поиске новых возможностей активизации процессов финансирования расширенного воспроизводства индивидуального капитала субъектов хозяйствования реального сектора экономики предопределили актуальность и выбор темы диссертационного исследования, его цель и задачи.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является разработка концепции формирования и эффективного использования

финансовых ресурсов и капитала коммерческих организаций в реальном секторе экономики России, направленной на повышение их конкурентоспособности и финансовой устойчивости, определение научно-методических рекомендаций и практических мер по совершенствованию управления капиталом организаций в современных условиях.

Поставленная цель достигается путем решения следующих логически связанных задач:

- раскрыть содержание эволюции взглядов российских и зарубежных экономистов на сущность и содержание финансовых ресурсов и капитала организаций, их формирование и использование;
- определить концептуальные основы воспроизводства финансовых ресурсов организаций реального сектора экономики в системе макроэкономических взаимосвязей;
- обосновать содержание и механизм управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций в зависимости от стадий их кругооборота;
- развить методологию и усовершенствовать методику определения цены капитала организаций и его отдельных элементов с учетом особенностей российского финансового рынка;
- разработать подходы к адаптации моделей оценки стоимости организации как критерия принятия решений по формированию оптимальной структуры капитала к условиям функционирования российских организаций;
- раскрыть содержание процесса трансформации финансовых ресурсов в капитал;
- определить направления повышения эффективности использования финансовых ресурсов на основе анализа инвестиционного потенциала российских организаций и совершенствования корпоративного управления ими;
- выявить региональные особенности воспроизводства финансовых ресурсов организаций и осуществить селекцию инструментов привлечения финансовых ресурсов в условиях их ограниченности на региональном уровне;
- раскрыть содержание финансовой устойчивости организации на основе оценки состояния и структуры ее финансовых ресурсов;
- разработать подход к оптимизации структуры капитала организаций, учитывающий комплекс критериев и заданные параметры финансовой устойчивости.

Объект и предмет исследования. Объект исследования - финансовые ресурсы и капитал российских организаций реального сектора экономики.

Предмет исследования - финансовые отношения, опосредующие процессы формирования и использования финансовых ресурсов, теоретические и организационно-экономические основы воспроизводства финансовых ресурсов и капитала организаций реального сектора российской экономики.

Область исследования: 1.1. Современные теории финансов и их использование в практике деятельности государства, корпораций, домашних хозяйств. 1.3. Финансовый механизм воспроизводства, обращения и перемещения (вывоза) капитала. 3.2. Основные направления регулирования корпоративных финансов, оптимизация структуры финансовых ресурсов предприятий реального сек-

тора. 3.3. Критерии и методы оценки финансовой устойчивости предприятий и корпораций, исследование внутренних и внешних факторов, влияющих на финансовую устойчивость. 3.5. Управление финансами корпораций: методология, теория, трансформация корпоративного контроля. 3.7. Источники финансирования компаний и проблемы оптимизации структуры капитала (Паспорта номенклатуры специальностей научных работников (экономические науки).

Концепция исследования заключается в следующем: диалектика кругооборотов финансовых ресурсов и капитала организаций реального сектора экономики раскрывается на основе воспроизводственного подхода, что позволило раскрыть содержание процесса трансформации финансовых ресурсов в капитал и капитала в финансовые ресурсы, механизм финансирования как систему, включающую механизмы привлечения, распределения, размещения и формирования финансовых ресурсов, разработать комплексную систему управления формированием и использованием капитала организации. В диссертации в качестве результирующего показателя системы управления формированием капитала предлагается использовать показатель средневзвешенной цены капитала, в качестве основного критерия оценки использования капитала - свободный денежный поток. Разработанная блок-схема принятия финансовым менеджером решений направлена на формирование оптимальной структуры капитала организации при заданных параметрах ее финансовой устойчивости.

Логика работы состоит в последовательном раскрытии:

- сущности категорий «финансовые ресурсы» и «капитал» в их диалектическом единстве на основе воспроизводственного подхода и организационно-экономических основ их производства;
- комплексной системы управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций, соответствующей стадиям их кругооборота, включающей цель, объект, субъект, механизм управления, ориентированный на перманентное совершенствование в условиях неопределенности и риска;
- практических рекомендаций по совершенствованию процесса формирования и использования финансовых ресурсов и капитала организаций на основе учета тенденций развития финансового рынка, в том числе регионального;
- модели оптимизации структуры капитала, способствующей эффективному формированию и использованию финансовых ресурсов и капитала организаций при сохранении их финансовой устойчивости.

Методология исследования основывается на использовании диалектической логики, многоуровневого, комплексного и системного подходов. В работе применялись общенаучные методы и приемы: научная абстракция, анализ и синтез, группировки, сравнения, качественные и количественные экспертные оценки, использовался аппарат финансовой математики, финансово-экономического анализа, метод линейного программирования.

Применение комплекса методов обеспечило достоверность полученных результатов исследования.

Теоретическую и методологическую основу исследования составляют научные труды ведущих отечественных и зарубежных ученых в области макро-

экономической теории, корпоративных финансов, менеджмента, финансового менеджмента, инвестиционной оценки, финансово-экономического анализа.

Информационную базу исследования составляют научные, методические, учебные издания отечественных и зарубежных авторов, информационные, нормативно-правовые, аналитические, статистические, справочные источники, материалы текущей и периодической печати, данные российских организаций, Главного территориального управления Банка России по Воронежской области.

Положения диссертации, выносимые на защиту. На защиту выносятся следующие наиболее значимые результаты диссертационного исследования:

- концепция формирования и использования финансовых ресурсов и капитала организаций в реальном секторе экономики России, направленная на повышение их эффективности, конкурентоспособности и финансовой устойчивости и раскрывающая на основе воспроизводственного подхода содержание процесса кругооборотов финансовых ресурсов и капитала организаций как диалектического единства, обусловленного их общими и особенными характеристиками;

- многоуровневая функциональная система управления капиталом организации в зависимости от стадий кругооборота финансовых ресурсов;

- механизм финансирования хозяйствующих субъектов как система, состоящая из механизмов формирования, привлечения, распределения, использования финансовых ресурсов для простого и для расширенного воспроизводства;

- направления повышения эффективности использования финансовых ресурсов организаций, разработанные с учетом инвестиционного потенциала российских организаций;

- рекомендации по совершенствованию корпоративного управления, направленные на создание эффективного механизма защиты поставщиков капитала на финансовом рынке;

- региональные аспекты формирования и повышения эффективности использования финансовых ресурсов организаций;

- условия и критерии оптимизации структуры капитала организации при заданных параметрах ее финансовой устойчивости;

- модель оптимизации структуры капитала организации по критерию минимизации его средневзвешенной цены с учетом значения плеча финансового рычага, способствующая поддержанию финансовой устойчивости организации.

Научная новизна состоит в обосновании теоретической концепции формирования и использования на основе механизмов и инструментов, применяемых на российском финансовом рынке, финансовых ресурсов организаций реального сектора экономики, в авторском решении проблемы координации российскими организациями отдельных стадий воспроизводства финансовых ресурсов, трансформации их в капитал, оптимизации структуры капитала при соблюдении заданных параметров финансовой устойчивости.

Элементами научной новизны являются:

- обоснованные на основе воспроизводственного подхода авторские определения финансовых ресурсов как совокупности денежных доходов, поступлений и накоплений, находящихся в распоряжении организаций и государства,

предназначенных для осуществления затрат по простому и расширенному воспроизводству и выполнения обязательств перед финансово-кредитной системой, и финансовой устойчивости как определенного состояния финансовых ресурсов организации, при котором обеспечивается непрерывность их кругооборота в условиях допустимого уровня финансового риска для достижения оптимальной структуры капитала;

- проведенное разграничение категорий «финансовые ресурсы» и «капитал» организации, выявленные общие и особенные характеристики процесса их воспроизводства;

- разработанная многоуровневая функциональная система управления капиталом организации, выделенные в ней блоки и элементы управления формированием и использованием капитала, позволяющие российским финансовым менеджерам эффективно реализовать их функции;

- структурированный механизм финансирования хозяйствующих субъектов, представленный как система механизмов формирования, привлечения, распределения, использования финансовых ресурсов, позволивший выявить общее и особенное в финансировании простого и расширенного воспроизводства и на этой основе разработать комплекс мероприятий, направленных на обеспечение российских организаций внешними источниками финансирования;

- обоснованные выводы о необходимости использования российскими организациями средневзвешенной цены капитала в качестве основного показателя формирования капитала, а свободного денежного потока - в качестве критерия оценки использования капитала, по применению показателя FCFF (Free Cash Flow to the Firm) в процессе оценки стоимости организаций, направленные на повышение эффективности выбора источников финансирования;

- рекомендации по использованию в качестве источника финансирования, включаемого в состав элементов структуры капитала российских организаций, кредиторской задолженности и разработанная методика расчета цены кредиторской задолженности, основанная на отнесении суммы штрафов и пени, уплаченных организацией, к величине кредиторской задолженности каждого вида;

- предложенные меры по совершенствованию корпоративных отношений, направленные на повышение эффективности финансирования акционерных обществ, в числе которых мероприятия по реформированию мотивационного механизма проведения вторичных эмиссий акций акционерных обществ, функционирующих в регионах России, на основе программ, аналогичных ESOP (Employee Stock Ownership Plan);

- направления региональной политики на рынке ценных бумаг, стимулирующие организации к привлечению инвестиций с использованием инструментов данного сегмента финансового рынка и включающие систему государственного стимулирования инвестиционного процесса, создание условий для свободного обращения ценных бумаг организаций, действующих на региональном уровне, разработку конкретных инвестиционных программ, которые должны быть координированы с эмиссионной политикой организаций;

– обоснованная на основе портфельного подхода модель оптимизации структуры капитала организаций по критерию минимизации его средневзвешенной цены с учетом значения плеча финансового рычага как показателя финансовой устойчивости организации, предусматривающая оптимизацию для простого воспроизводства (при неизменной валюте баланса организации) и для расширенного воспроизводства вследствие необходимости привлечения дополнительных финансовых ресурсов (при увеличивающейся валюте баланса организации).

Практическая значимость и апробация диссертационной работы состоит в том, что главные теоретические выводы работы, составляющие ее новизну, явились основой конкретных рекомендаций и мер по формированию и использованию финансовых ресурсов и капитала организаций реального сектора экономики, разработки оптимизационных моделей управления структурой капитала.

Результаты диссертационного исследования были использованы при разработке областной целевой программы «Развитие рынка ценных бумаг на территории Воронежской области на 2003-2006 гг.», утвержденной Постановлением Воронежской областной Думы № 647-III-ОД от 03 июля 2003 г. Практические рекомендации по развитию регионального рынка ценных бумаг (на примере Воронежской области) решением Дирекции Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) от 02.08.2002 г. (протокол №7) были отмечены премией.

Материалы исследования используются в учебном процессе ГОУ ВПО «Воронежский государственный университет». Диссертация явилась основой для создания учебных курсов «Управление капиталом» и «Источники финансирования организаций». Отдельные ее положения используются при чтении учебных курсов «Финансы и кредит», «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг», при разработке учебных пособий и текстов лекций для студентов специальностей 080105 «Финансы и кредит», 080106 «Бухгалтерский учет и аудит», программ магистерской подготовки «Финансовый менеджмент» и «Финансы и фондовый рынок» направления 080100 «Экономика», для слушателей Государственного плана подготовки управленческих кадров для организаций народного хозяйства. Кейс «Оптимизация структуры капитала», разработанный автором, Федеральной комиссией Государственного плана подготовки управленческих кадров для организаций народного хозяйства был включен в 2007 г. в программу Государственной аттестации слушателей программы.

Автор работы награжден знаком «Президентская программа подготовки управленческих кадров для организаций народного хозяйства РФ» №2681. За большой вклад в развитие науки и образования и разработку учебного пособия «Финансовый менеджмент» объявлена благодарность Губернатора Воронежской области.

Результаты исследования представлены в научных докладах и получили положительную оценку на 24 международных, всероссийских, региональных, межвузовских и вузовских конференциях, проводившихся в г.г. Москва, Воронеж, Волгоград, Дивноморск, Сочи.

Основное содержание диссертации и результаты исследования опубликованы в 57 научных и методических работах, в том числе в двух монографиях, 7 статьях в журналах, которые рекомендуются ВАК для публикаций основных результатов диссертации на соискание ученой степени доктора наук, 7 методических пособиях, общим объемом 80,12 печатных листов.

Структура диссертационного исследования. В соответствии с общим замыслом и логикой исследования его научные результаты изложены в диссертации, которая состоит из введения, четырех глав, включающих 18 параграфов, заключения, списка использованной литературы.

Текст диссертации изложен на 357 страницах и содержит 16 рисунков, 14 таблиц, 38 формул, 2 приложения. Библиография включает 208 источников.

Структура работы обусловлена концептуальной идеей, отражает поставленную цель и задачи исследования и построена следующим образом.

ВВЕДЕНИЕ

ГЛАВА 1. ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ И КАПИТАЛ ОРГАНИЗАЦИЙ КАК ПРЕДМЕТ ИССЛЕДОВАНИЯ И ОБЪЕКТ УПРАВЛЕНИЯ

- 1.1. Сущность и функции финансовых ресурсов и капитала организаций
- 1.2. Виды и классификация финансовых ресурсов и капитала организаций
- 1.3. Воспроизводство финансовых ресурсов организаций: сущность и факторы
- 1.4. Организационные основы воспроизводства финансовых ресурсов и капитала организаций

ГЛАВА 2. СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РЕСУРСАМИ И КАПИТАЛОМ ОРГАНИЗАЦИЙ

- 2.1. Принципы, цели и задачи управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций
- 2.2. Функционально-воспроизводственный подход к построению системы управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций
- 2.3. Трансформация финансовых ресурсов в капитал
- 2.4. Содержание современных концепций оценки стоимости организаций
- 2.5. Методология и методика определения цены капитала организаций

ГЛАВА 3. ИСТОЧНИКИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ОРГАНИЗАЦИЙ В УСЛОВИЯХ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

- 3.1. Банковский кредит в структуре источников внешнего финансирования реального сектора экономики
- 3.2. Источники привлечения финансовых ресурсов российскими организациями через механизм рынка ценных бумаг
- 3.3. Формирование инвестиционного потенциала российских организаций на основе выбора источников финансирования
- 3.4. Корпоративное управление и финансирование акционерных обществ

- 3.5. Региональные особенности формирования и использования финансовых ресурсов организаций (на примере Воронежской области)
 - 3.5.1. Региональная политика на рынке ценных бумаг
 - 3.5.2. Региональные особенности и направления воспроизводства кредитных ресурсов организаций
 - 3.5.3. Особенности и направления развития региональных рынков акций

ГЛАВА 4. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИЙ

- 4.1. Сравнительный анализ подходов к оптимизации структуры капитала организаций
- 4.2. Критерии оптимизации структуры капитала и возможность их использования в практике российских организаций
- 4.3. Сущность и показатели финансовой устойчивости как условия оптимальной структуры капитала организаций
- 4.4. Оптимизация структуры капитала организации при заданном уровне ее финансовой устойчивости

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

ПРИЛОЖЕНИЯ

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Диссертационную работу и научные результаты, полученные в процессе исследования, можно разграничить на несколько взаимосвязанных групп теоретических, методологических и методических проблем.

Первая группа проблем связана с исследованием социально-экономической сущности и организационных основ воспроизводства финансовых ресурсов и капитала организаций реального сектора экономики.

Финансовые ресурсы организаций являются материальными носителями финансовых отношений и находятся в постоянном движении. Благодаря смене функциональных форм финансовых ресурсов в процессе их кругооборота (денежная — товарная — производительная — товарная — денежная), обеспечивается, в конечном счете, возврат авансированных финансовых средств с некоторым приростом.

В работе обосновывается правомерность отнесения к финансовым ресурсам денежных доходов и поступлений, которые направляются не только на цели простого, но и расширенного воспроизводства. По мнению автора, финансовые ресурсы по их назначению необходимо подразделять на две группы:

- направляемые на простое воспроизводство (на возмещение израсходованных факторов производства);
- направляемые на расширенное воспроизводство (инвестиционные).

Первая группа формируется за счет части выручки-нетто от продаж, которая расходуется на возмещение материальных затрат и фонда оплаты труда, образующих себестоимость реализованных товаров, работ и услуг, а также на возмещение коммерческих и управленческих расходов. Инвестиционные ресурсы (вторая группа) формируются за счет амортизационного фонда, чистой прибыли и средств, мобилизуемых на финансовом рынке.

Финансовые ресурсы организаций - это совокупность денежных доходов, поступлений и накоплений, находящихся в распоряжении организаций, предназначенных для осуществления затрат по простому и расширенному воспроизводству, выполнения обязательств перед финансово-кредитной системой.

В диссертации проведено разграничение понятий «финансовые ресурсы» и «капитал» организации, выявлено общее и особенное в процессе их воспроизводства. Определено, что с позиции общеэкономической капитал — это 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. В рамках современного финансового менеджмента способность приносить прибыль модифицируется в способность увеличивать стоимость организации и минимизировать затраты на привлечение тех или иных финансовых ресурсов.

С позиции управленческой капитал представляет особым образом организованную часть финансовых ресурсов, привлеченных хозяйствующим субъектом на правах собственности или во временное пользование с целью их наращивания путем инвестирования в определенные активы. Т.е. для капитала характерно не только привлечение денежных средств, но и их использование в ходе функционирования организации.

Финансовые ресурсы трансформируются в деловой оборот организации через соответствующие источники, которые в работе рассмотрены: а) как совокупность инструментов, используемых для привлечения финансовых ресурсов, необходимых для обслуживания производственных и прочих расходов организации; б) как совокупность способов финансового обеспечения деятельности организации, потенциально доступных и фактически использованных в процессе создания, становления и развития организации, обеспечивающих определенную величину финансовых ресурсов.

Финансирование представляет собой процесс, включающий выявление альтернативных источников финансирования, выбор конкретных источников, организацию получения и расходования денежных или материальных ресурсов в зависимости от вида источников финансирования.

Существующие подходы к исследованию процесса финансирования представлены на рисунке 1.

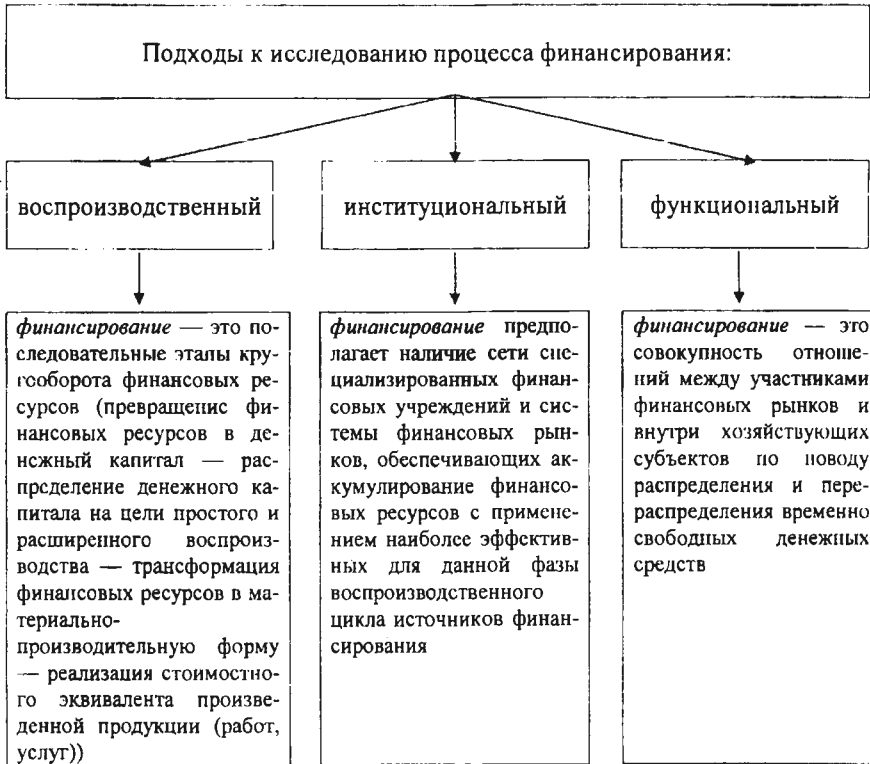


Рис. 1. Подходы к исследованию процесса финансирования

Источник: составлено автором

Автором для исследования закономерностей функционирования финансовых ресурсов и капитала организаций использован воспроизводственный подход. Воспроизводство финансовых ресурсов и капитала организаций осуществляется в процессе их совместного кругооборота. Каждый завершённый кругооборот капитала состоит из трех стадий. На первой стадии капитал в денежной форме инвестируется в операционные активы (оборотные и внеоборотные), преобразуясь тем самым в производительную форму. На второй стадии производительный капитал в процессе изготовления продукции преобразуется в товарную форму, включая и форму выполненных работ, оказанных услуг. На третьей стадии товарный капитал по мере реализации произведенных товаров и услуг превращается в денежный капитал.

Применение воспроизводственного подхода к выяснению сущности финансовых ресурсов позволило сделать вывод, что финансовые ресурсы организаций — это результат их хозяйственной деятельности и в то же время источник дальнейшего развития хозяйства.

Кругооборот капитала требует не только соблюдения технических пропорций, но и стоимостной соотносительности. Любое изменение в рыночных процессах отражается на ценах рынков факторов производства. В свою очередь,

это вызывает изменение затрат, что сказывается на цене факторов производства, величине фонда возмещения, нормах амортизации и т.п., влечет за собой изменение структуры капитала и, следовательно, цен на конечную продукцию, доходов работников и предпринимателей. Для того, чтобы не нарушать воспроизводственный процесс, необходимо любую экономическую перемену рассматривать с позиции динамики кругооборота финансовых ресурсов и с учетом данных изменений строить политику управления капиталом.

Основой кругооборота капитала организации выступает кругооборот ее финансовых ресурсов. При этом кругооборот финансовых ресурсов в отличие от кругооборота капитала включает не три стадии, а четыре (см. рис. 2).

Стадии кругооборота финансовых ресурсов



Стадии кругооборота капитала

Рис. 2. Стадии кругооборотов финансовых ресурсов и капитала

Источник: составлено автором

На первой стадии кругооборота финансовые ресурсы превращаются в денежный капитал, т.е. происходит трансформация финансовых ресурсов в капитал через соответствующие источники финансирования.

Трансформируемые в капитал финансовые ресурсы при этом характеризуются разнообразными формами проявления (выручка от продаж, поступления от выбытия имущества, доходы от различных видов деятельности и т.д.). Трансформация происходит в момент фактического вовлечения ресурсов в хозяйственный оборот, превращения их в факторы производства. Далее начинается процесс кругооборота капитала в его классических функциональных формах, совпадающий по своему содержанию, но отличающийся количественными параметрами от процесса кругооборота финансовых ресурсов. Количественные отличия могут заключаться, прежде всего, в несовпадении величины финансовых ресурсов и величины капитала.

На второй стадии кругооборота финансовых ресурсов происходит их распределение по двум направлениям:

- на возмещение израсходованных в предыдущем производственном цикле факторов производства;
- на расширение производства (накопление).

На третьей стадии кругооборота финансовых ресурсов, которая по времени совпадает со второй стадией кругооборота капитала, они частично трансформируются в материально-производительную форму (в форму основных и оборотных фондов). Финансовые ресурсы выступают стоимостной характеристикой основных и оборотных фондов, количественно совпадающей с величиной основного и оборотного капитала. При этом часть финансовых ресурсов сохраняется в денежной форме в целях поддержания ликвидности организации. Эта стадия кругооборота финансовых ресурсов по длительности полностью адекватна стадии кругооборота капитала, но различается по качественным характеристикам. На этой стадии происходит приращение, самовозрастание капитала, поэтому его величина становится больше, чем на первой.

На четвертой стадии кругооборота финансовых ресурсов реализуется стоимостный эквивалент произведенной продукции (работ, услуг), когда организация получает внешний денежный поток в виде выручки от продаж (обмен) и происходит приращение финансовых ресурсов организации.

Кругооборот финансовых ресурсов организации может выходить за пределы кругооборота ее капитала, когда временно свободные денежные средства поступают на финансовый рынок или предоставляются в форме коммерческого кредита другим экономическим субъектам. С теоретической точки зрения, возможен замкнутый в пределах конкретной организации кругооборот финансовых ресурсов. Однако для рыночной экономики замкнутый на одного хозяйствующего субъекта кругооборот финансовых ресурсов не характерен. Неодинаковая длительность кругооборотов финансовых ресурсов в разных организациях обуславливает необходимость выхода процесса финансирования за пределы организации, создания на базе единичных, частных кругооборотов финансовых ресурсов комплексной системы финансирования. Это становится возможным по мере развития финансово-кредитной системы, становления институтов рынка ценных бумаг.

С позиции обеспечения непрерывного воспроизводства финансовых ресурсов, необходима «стыковка» первой и четвертой стадий кругооборота финансовых ресурсов. Часть из них превращается в капитал без прохождения через структуры финансового рынка, т.е. завершает процесс индивидуального кругооборота. Вторая часть поступает на финансовый рынок и создает базу для расширенного воспроизводства других организаций. Здесь же организация рассчитывается с кредиторами за предоставленные ей заемные финансовые ресурсы. В обоих случаях происходит процесс накопления капитала.

Трансформация финансовых ресурсов в капитал осуществляется посредством механизма финансирования. Механизм финансирования организаций в широком смысле слова — совокупность экономических отношений между данной организацией и субъектами финансового рынка; между ее структурными подразделениями; между ее собственниками по поводу организации кругооборота ее финансовых ресурсов. В узком смысле слова механизм финансирования

представляет собой совокупность форм, методов, инструментов, приемов и контрольных показателей по формированию и использованию финансовых ресурсов и трансформации их в капитал, служащих средством сохранения финансовых ресурсов и достижения целей финансового управления организации. Механизм финансирования определяет правила и принципы взаимоотношений во внутренней среде организации и с внешней средой.

Содержание финансового механизма в целом и механизма финансирования как органичной его составляющей может быть наиболее глубоко раскрыто с позиции признания их двойственного характера. С одной стороны, они отражают сущность объективной категории финансов и в этом смысле служат носителями объективных производственных отношений, с другой — предопределяют конструирование конкретных финансовых связей (создание целевых фондов, форм, каналов движения финансовых ресурсов, методы расчета финансовых показателей, организация и субъекты управления финансами и т.д.), в чем проявляется субъективная сторона финансового механизма.

Механизм финансирования организации по своей структуре должен соответствовать стадиям кругооборота финансовых ресурсов и включать механизмы: трансформации финансовых ресурсов в капитал (привлечения), распределения, размещения и формирования финансовых ресурсов (см. рис. 3).



Рис. 3. Система механизмов финансирования организации

Источник: составлено автором

Необходимо различать механизмы финансирования простого и расширенного воспроизводства организаций. Их различия представлены в таблице 1.

Т а б л и ц а 1

Различия механизмов финансирования простого и расширенного воспроизводства организаций

Критерии различий	Простое воспроизводство	Расширенное воспроизводство
Состав источников финансирования	Использование только собственных финансовых ресурсов	Возможность использования не только собственных, но и заемных, и привлеченных финансовых ресурсов
Направления расходования финансовых ресурсов	Осуществляются текущие затраты	Осуществляются текущие затраты на увеличение объема выпуска продукции, и капитальные вложения на воспроизводство основного капитала
Цикл обращения финансовых ресурсов	Замкнутый цикл обращения Д — Д' — Д — ..., а значит и финансирования	Цикл обращения может быть частично разомкнутым, а финансирование происходит с разрывом во времени
Цена источников финансирования	Используются более «дешевые» (особенно в российских условиях) финансовые ресурсы	Используются более дорогие заемные и привлеченные финансовые ресурсы

Источник: составлено автором

Механизм финансирования организации включает две подсистемы: управляющую и управляемую, функции которых были исследованы в диссертации.

Вторая группа проблем диссертационного исследования посвящена содержанию и основным элементам системы управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций в процессе их воспроизводства.

Главной целью управления финансовыми ресурсами и капиталом организации является максимизация благосостояния собственников в текущем и перспективном периодах, которое выражается в росте рыночной стоимости организации.

Современные концепции оценки стоимости организации весьма разнообразны и базируются на расчете дисконтированных денежных потоков, генерируемых различными частями капитала, и средневзвешенной его цены. Среди наиболее известных концепций можно выделить следующие: экономической добавленной стоимости - EVA (Economic Value Added), модель Ольсона - EBO (Edwards-Bell-Ohlson valuation model), рыночной добавленной стоимости - MVA (Market Value Added), акционерной добавленной стоимости - SVA (Shareholder Value Added), свободных денежных потоков фирмы - FCFE (Free Cash Flow to the Firm), свободных денежных потоков на инвестированный капитал - CFROI (Cash Return on Investment).

Система управления капиталом организаций включает в себя два взаимосвязанных блока: систему управления формированием капитала и систему

управления использованием капитала. На наш взгляд, в качестве основного показателя, на который должна ориентироваться система управления формированием капитала, необходимо использовать показатель средневзвешенной цены капитала, а в качестве показателя, являющегося основным для оценки использования капитала, — свободный денежный поток. При этом средневзвешенная цена капитала должна быть минимальной, а свободный денежный поток — максимальным. Представляется, что для российских условий для оценки стоимости организации наиболее целесообразно использовать показатель дисконтированного свободного денежного потока FCFF, который органично интегрирует цели управления как формированием, так и управлением использованием капитала.

Основываясь на показателе FCFF как критерии принятия решений в ходе управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций, можно заметить, что в результате использования капитала образуются свободные денежные потоки, которые могут быть направлены на погашение обязательств перед всеми инвесторами, кредиторами и собственниками организации. Представляется, что распределение свободных денежных потоков между ними должно осуществляться в соответствии с финансовой стратегией организации и обеспечивать необходимый приток финансовых ресурсов для возобновления процесса воспроизводства.

Стоимость организации, как правило, определяется путем дисконтирования ее свободных денежных потоков по ставке, равной средневзвешенной цене капитала. Последняя учитывает налоговую экономию, связанную с отнесением процентов по заемному капиталу на расходы организации и ожидаемый дополнительный риск, генерируемый собственным капиталом.

С позиций главной цели управления финансовыми ресурсами и капиталом организаций применительно к российским условиям в диссертации предложена методика использования показателя FCFF для оценки стоимости организации, так как показатель FCFF учитывает затраты на привлечение и обслуживание капитала из разных источников, так как операционная прибыль (ЕВИТ) генерируется как собственным, так и заемным капиталом.

В упрощенном виде процедура расчета FCFF в российских условиях может включать следующие этапы.

1. В пределах горизонта планирования определяются потоки денежных средств всем владельцам капитала как собственного, так и заемного, поскольку активы организации формируются всем ее капиталом.

Свободный денежный поток в i -м периоде рассчитывается следующим образом:

$$FCFF_i = EBIT_i + A_i - N_i - \Delta WC_i - CX_i, \quad (1)$$

где $EBIT_i$ — величина операционной прибыли, полученной за период;

A_i — амортизация за период; N_i — налог на прибыль, полученную в i -м периоде; ΔWC — изменение оборотного капитала в i -м периоде; CX_i — капитальные затраты, связанные как с перераспределением инвестиций, так и с осуществлением инвестиций в i -том периоде.

2. Выбирается ставка дисконтирования, за которую принимается средневзвешенная цена капитала (WACC). WACC обеспечивает учет влияния струк-

туры капитала на результат управления организацией, в частности, доли кредиторской задолженности, которая является существенной в структуре финансовых ресурсов российских организаций.

3. Рассчитывается сумма дисконтированных денежных потоков организации в пределах горизонта планирования.

Расчетная стоимость организации (VC) на основе свободных денежных потоков определяется следующим образом:

$$VC = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+g)^n}, \quad (2)$$

где $FCFF_i$ — свободный денежный поток в i -м периоде планирования; i — номер периода планирования; n — количество периодов планирования; WACC — прогнозируемая средневзвешенная цена капитала; g — постоянный темп изменения свободных денежных потоков, начиная с периода $n+1$.

В диссертации определены основные функции управления капиталом организации.

Данные функции подразделяются на две основные группы, определяемые сущностью самого процесса управления. Под функциями субъекта управления финансовыми ресурсами и капиталом понимаются виды деятельности в управлении, обособившиеся в процессе специализации управленческого труда. К функциям субъекта управления относятся анализ и оценка, планирование, организация, координация, мотивация, контроль.

Состав второй группы функций обусловлен конкретным объектом управления. В качестве объекта рассматриваемой системы управления выступает совокупность экономических отношений, складывающихся между участниками бизнес-процесса по поводу формирования и использования финансовых ресурсов и капитала.

Комплексная система управления финансовыми ресурсами и капиталом организации, призванная обеспечить непрерывность кругооборота финансовых ресурсов, включает два взаимосвязанных блока: систему управления формированием капитала и систему управления использованием капитала. Комплексная система управления финансовыми ресурсами и капиталом организации представлена в таблице 2.

Т а б л и ц а 2

Многоуровневая функциональная система управления капиталом организации в зависимости от стадий кругооборота финансовых ресурсов

Стадии кругооборота финансовых ресурсов			
I стадия — трансформация финансовых ресурсов в капитал	II стадия — распределение капитала на цели простого и расширенного воспроизводства	III стадия — трансформация денежного капитала в материально-производительную форму	IV стадия — реализация стоимостного эквивалента произведенной продукции
Сущность стадии кругооборота финансовых ресурсов:			
Привлечение финансовых ресурсов для формирования	Планирование расходов на производство и реализацию	Амортизация основных фондов и формирование текущих	Реализация продукции (работ, услуг) и обеспечение притока

капитала за счет разнообразных источников финансирования	продукции (работ, услуг) и формирование фонда накопления	расходов на производство и реализацию продукции (работ, услуг)	ка денежных средств в виде выручки от различных видов деятельности
Стоимостная интерпретация стадии кругооборота финансовых ресурсов:			
Формирование цены капитала	Формирование и распределение прибыли	Величина основного оборотного капитала	Оплата собственного и заемного капитала
Блоки системы управления капиталом:			
Управление формированием капитала		Управление использованием капитала	
Функции управления капиталом как специальной области управления организацией (с позиции объекта управления)			
<p>Определение общей потребности в капитале в процессе создания организации:</p> <ul style="list-style-type: none"> — определение достаточности стартового капитала для начала хозяйственной деятельности; — обоснование схем финансирования нового бизнеса 		<p>Управление использованием капитала в операционной деятельности:</p> <ul style="list-style-type: none"> — разработка политики использования капитала в операционном процессе; — управление использованием оборотного капитала 	
<p>Управление средневзвешенной ценой капитала:</p> <ul style="list-style-type: none"> — оценка цены отдельных элементов формируемого капитала; — управление снижением цены отдельных элементов капитала; — минимизация средневзвешенной цены капитала за счет рационализации источников его формирования 			
<p>Управление структурой капитала:</p> <ul style="list-style-type: none"> — оптимизация структуры капитала; — обоснование целевой структуры капитала 			
<p>Управление формированием собственного капитала:</p> <ul style="list-style-type: none"> — разработка политики формирования собственных финансовых ресурсов; — управление формированием собственного капитала за счет внутренних источников; — управление формированием капитала за счет внешних источников 		<p>Управление использованием капитала в инвестиционной деятельности:</p> <ul style="list-style-type: none"> — разработка политики использования капитала в инвестиционном процессе; — управление использованием капитала в процессе реального инвестирования; — управление использованием капитала в процессе финансового инвестирования 	
<p>Управление привлечением заемного капитала:</p> <ul style="list-style-type: none"> — разработка кредитной политики организации; — управление привлечением заемного капитала из различных источников 			

Источник: составлено автором

Принципы использования организациями финансовых ресурсов различаются в зависимости от типа этих ресурсов: заемные — на принципах возврат-

ности, срочности и, как правило, платности; собственные — на принципе платности. Таким образом, принцип платности является общим при использовании всех видов финансовых ресурсов.

Цена капитала формируется на основе стоимости финансовых ресурсов с учетом количественных и качественных параметров использования этих ресурсов (срок привлечения, финансовые риски эмитента или заемщика и объекта инвестирования, наличие кредитной истории и ликвидного залога, квалификация менеджеров компании и т. п.). Ограничением цены привлечения капитала выступает прогнозируемая рентабельность активов организации, в которую инвестируются финансовые ресурсы.

Исходя из определения цены капитала как относительной величины затрат, которые несет организация за привлечение финансовых ресурсов из различных источников, в работе уточнена методика расчета цены отдельных элементов капитала организации. В частности, предложено определять цену кредиторской задолженности, исходя из характера выплат по каждой ее статье.

В сфере функционирования кредиторской задолженности функция денег как средства платежа распадается на функцию средства срочного платежа и функцию средства просроченного платежа. Когда деньги используются как средство просроченного платежа, платеж производится с доплатой в виде штрафа или пени. Это оправдано, поскольку определенное время кредиторская задолженность использовалась в хозяйственном обороте организации в качестве источника финансирования ее деятельности.

Трудно установить точное соотношение между значениями цены различных источников финансирования, так как в реальной жизни возможны любые отклонения, связанные как с внешней конъюнктурой, так и с эффективностью деятельности организации. Тем не менее, с определенной долей вероятности можно утверждать, что на практике имеет место следующая цепочка неравенств:

$$k_{z2} \leq k_{z1} < k_{z3} < k_d < k_p < k_{rp} \leq k_s \leq k_{cs} \quad , \quad (3)$$

где k_{z2} — цена кредиторской задолженности по оплате труда, %; k_{z1} — цена кредиторской задолженности поставщикам и подрядчикам, %; k_{z3} — цена кредиторской задолженности бюджету и внебюджетным фондам, %; k_d — цена заемных источников финансирования, за исключением кредиторской задолженности, %; k_p — цена использования в качестве источника финансирования привилегированных акций, %; k_{rp} — цена использования в качестве источника финансирования нераспределенной прибыли, %; k_s — цена использования обыкновенных акций в качестве источника финансирования, %; k_{cs} — цена источника «обыкновенные акции новой эмиссии», %.

Третья группа проблем диссертационного исследования связана с выявлением особенностей привлечения финансовых ресурсов российскими организациями и факторов, определяющих цену и масштабы финансирования в условиях российского финансового рынка.

Выбор организацией источника финансирования, помимо всего прочего, зависит от ее финансового положения, долгосрочных целей развития, личных предпочтений и интересов высшего руководства и т.п., а также от внешних экономических условий. Учитывая разнообразие источников финансирования в рыночной экономике, а также условий, ограничивающих приток и предложение капитала для российских компаний, в диссертации проанализированы факторы, определяющие выбор источников финансирования организацией, и пороговые ограничения привлечения финансовых ресурсов из различных источников.

Определено, что в современных условиях объективно усиливается потребность в эффективном механизме превращения сбережений в инвестиции, функционирование которого может стать основой формирования инвестиционной модели экономического развития.

Организация, способная привлечь внешние финансовые ресурсы, имеет возможность опередить конкурентов в реализации новых возможностей. Таким образом, расширение доступа к внешнему финансированию является одним из необходимых условий устойчивого роста организации.

В качестве основного источника заемного капитала российских организаций выступает банковский кредит. Для восстановления роли кредита как стимулятора развития реального сектора экономики необходима общероссийская программа его возрождения, которая, по мнению автора, должна быть направлена на:

- формирование системы, при которой государство на базе структурной и промышленной политики определяет приоритеты инвестиционной активности. Элементом подобной системы может стать участие государства в реализации инвестиционных проектов совместно с коммерческими банками: гарантирование кредитов, ипотечных и инвестиционных облигаций банков, частичная компенсация заемщикам из бюджетов сумм выплачиваемых процентов;
- создание системы кредитования, адекватной переходной экономике, направленной на стимулирование производства, развитие инвестиций;
- совершенствование институциональной структуры кредитных отношений, обеспечивающей защиту прав и интересов первичных инвесторов, кредиторов и заемщиков, для чего необходимо преодолеть информационную асимметрию финансового рынка, широко использовать страхование банковских депозитов, залоговое право, налоговые льготы для инвестиционных банков;;
- развитие новых форм кредитования: целевых кредитов, синдицированных и ипотечных (на основе обращения залладных) ссуд;
- определение максимальной величины кредитных рисков — доля кредитных вложений должна составлять не более 65—70 % активов банков;
- разработку и принятие Федерального закона «О кредитном деле»;
- разделение инвестиционной деятельности банка и краткосрочных кредитных вложений;
- создание комплексной методики управления кредитным риском;
- развитие региональных банковских систем, ориентированных на потребности и особенности производственно-хозяйственных комплексов субъектов Федерации.

Проведенный анализ проблем развития финансового рынка в России позволяет утверждать, что финансовый рынок и его органичная составная часть — рынок ценных бумаг — в настоящее время не выполняет своей основной функции по аккумуляции сбережений и превращению их в инвестиции, но обладает огромным потенциалом развития, особенно в части финансирования организаций реального сектора в регионах.

В диссертации проанализировано состояние и оценены перспективы развития рынков долевых и долговых ценных бумаг как наиболее перспективных источников собственного и заемного капитала.

Ключевой проблемой, определяющей уровень рисков инвестиций в корпоративные ценные бумаги (и вместе с тем - состояние инвестиционного климата в стране), остается проблема корпоративного управления в российских акционерных обществах. Акционерные общества с эффективным корпоративным управлением имеют возможности привлекать капитал быстрее и по более низкой цене, чем те, которые не отвечают общепризнанным требованиям в данной сфере. Совершенствование корпоративного управления способствует, таким образом, повышению капитализации российских акционерных обществ, а, следовательно, увеличению емкости рынка ценных бумаг.

В диссертации уточнено понятие корпоративного управления. Под корпоративным управлением понимается система отношений между органами управления и должностными лицами эмитента, владельцами ценных бумаг (акционерами, владельцами облигаций и иных ценных бумаг), а также другими заинтересованными лицами, так или иначе вовлеченными в управление эмитентом как юридическим лицом. К области корпоративного управления относятся все вопросы, связанные с обеспечением эффективности деятельности компании и с защитой интересов ее владельцев, в том числе регулирование рисков.

Основной причиной возникновения проблем корпоративного управления является отделение функции владения от функции распоряжения собственностью. В результате такого отделения неизбежно возрастает роль наемных менеджеров, вследствие чего возникают противоречия между группами участников отношений в рамках корпоративной формы собственности.

Акционерную собственность российских организаций можно охарактеризовать как инсайдерскую. Ее основная черта — совмещение функций менеджера и собственника в одном лице. Как правило, ведущие менеджеры являются крупными или средними акционерами, поэтому достаточно часто возникает парадоксальная ситуация, когда крупные акционеры российских эмитентов заинтересованы не столько в повышении прибыльности организации, сколько в сохранении своего привилегированного положения, связанного с контролем над финансовыми потоками или экспортно-импортными операциями.

Сложившиеся модели корпоративного управления российскими акционерными обществами определяют основные виды нарушений прав акционеров, которые исследованы и систематизированы в диссертации.

Задачи, решение которых необходимо для совершенствования корпоративных отношений по уровням экономики, представлены на рисунке 4.

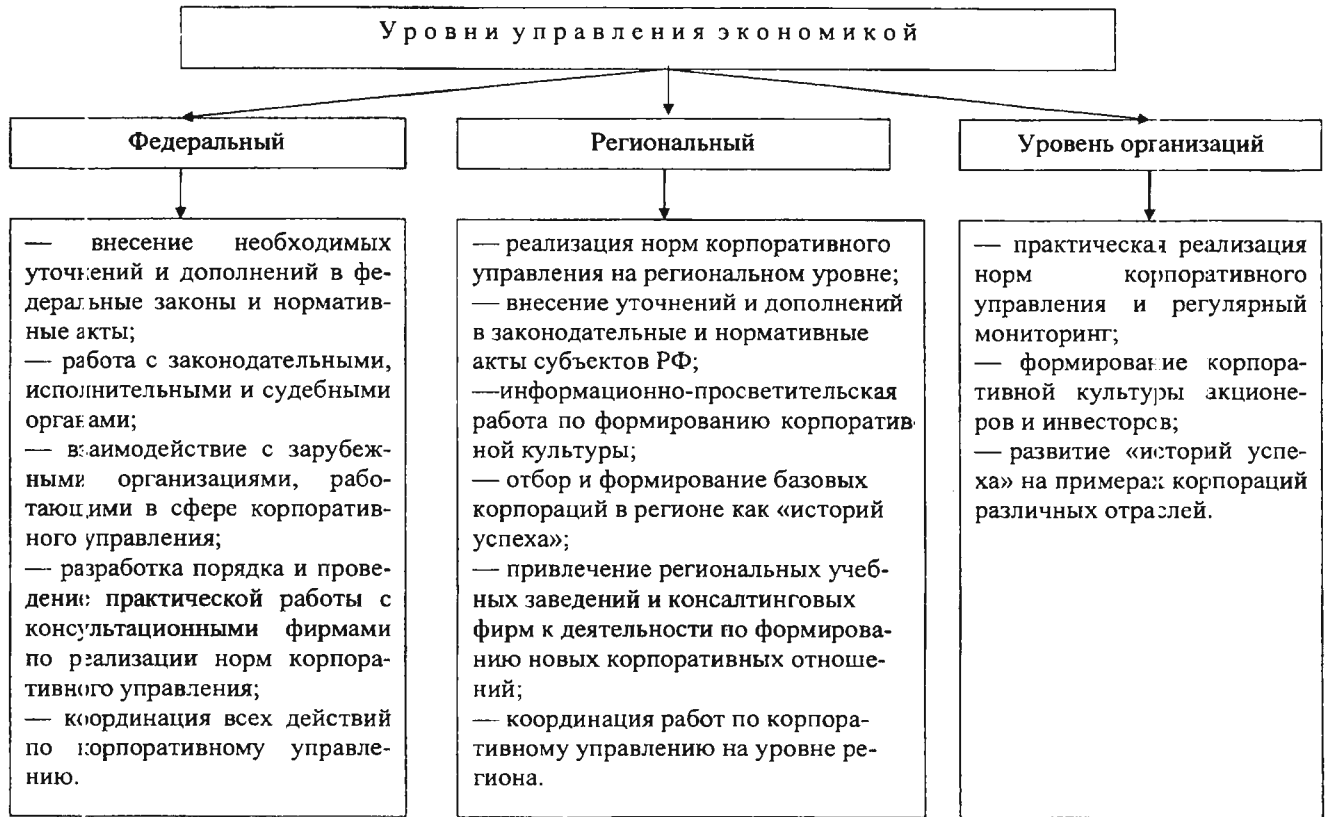


Рис. 4. Направления совершенствования корпоративного управления в соответствии с уровнями управления экономикой

Источник: составлено автором

Мониторинг состояния российского финансового рынка, проведенный в диссертации, показал, что одной из характерных особенностей рынка является концентрация потоков финансовых ресурсов в столичных центрах. Это вызывает ряд проблем привлечения финансовых ресурсов для организаций, действующих в субъектах Российской Федерации. Среди наиболее острых проблем региональных фондовых рынков необходимо отметить:

- отсутствие или недостаточное развитие рынка региональных и муниципальных ценных бумаг, проявляющееся в преобладании (в стоимостном выражении) займов, имеющих нецелевой и, по сути, спекулятивный характер, в их сравнительно невысоком уровне доходности и низком уровне ликвидности;

- низкий уровень капитализации компаний регионального значения;

- невысокий уровень активности на рынке корпоративных ценных бумаг, так как акции подавляющего числа местных эмитентов практически не обращаются на вторичном рынке;

- неликвидный характер большинства корпоративных ценных бумаг, что в значительной мере объясняется неудовлетворительным финансовым состоянием эмитентов;

- недоверие населения к ценным бумагам как к объекту инвестирования и, как следствие, низкая активность индивидуальных инвесторов, неразвитость системы коллективного инвестирования;

- низкий инвестиционный потенциал регионов;

- слабое развитие инфраструктуры региональных рынков, особенно технической и информационной ее составляющих;

- изолированность от других региональных рынков, отсутствие межрегиональных связей;

- небольшое число и недостаточная капитализация профессиональных участников рынка ценных бумаг. Все филиалы инорегиональных банков имеют жесткие ограничения на операции с ценными бумагами;

- недостаточные маркетинговые исследования по проблемам регионального фондового рынка и, как следствие, несоизмеримость объема выпусков с возможностями инвесторов, затрат на обслуживание выпусков — с полученными средствами;

- слабость правовых оснований для бюджетных и имущественных гарантий;

- отсутствие эффективной системы корпоративного финансирования.

С целью экономического стимулирования организаций к привлечению инвестиций с использованием инструментов финансового рынка, прежде всего рынка ценных бумаг, представляется возможным рекомендовать администрациям субъектов РФ и муниципальных образований, а также иным распорядителям бюджетных средств:

- разработать систему государственного стимулирования инвестиционного процесса, обеспечивающую постепенный переход от методов прямого бюджетного финансирования к поддержке механизмов привлечения инвестиций через инструменты рынка ценных бумаг (при рассмотрении вопроса о предоставлении бюджетной помощи следует рекомендовать организациям прово-

дить работу по размещению части выпусков ценных бумаг среди индивидуальных инвесторов - физических лиц и институтов коллективного инвестирования);

— главным критерием при принятии решения о выделении бюджетных средств определить увеличение налоговых платежей организации в бюджеты всех уровней в результате привлечения инвестиций с рынка ценных бумаг;

— одной из возможных форм бюджетной поддержки организаций считать компенсацию части средств, выплачиваемых акционерным обществом по корпоративным облигациям;

— совместно с региональными отделениями Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) разработать примерный регламент прохождения и принятия документов при выделении бюджетного финансирования организациям, привлекающим инвестиции путем выпуска ценных бумаг;

— создать условия для свободного обращения ценных бумаг организаций, действующих на региональном уровне. В частности, представляется перспективным развитие рынка стрипов — купонов по долгосрочным облигациям. Это повысит спрос на базовый актив, не потребует дополнительных затрат, не увеличит объем и стоимость обслуживания долга, но в то же время привлечет средства средних и мелких инвесторов. Для развития рынка стрипов требуется соответствующее законодательство на общероссийском уровне;

— одной из возможных форм бюджетной поддержки организаций считать компенсацию части средств, выплачиваемых акционерным обществом по корпоративным облигациям;

— разработать конкретную инвестиционную программу, которая, на наш взгляд, должна координироваться с эмиссионной политикой организаций;

— обеспечить выход ценных бумаг региональных компаний на московские и другие региональные биржевые площадки;

— развивать механизмы размещения выпусков ценных бумаг для повышения капитализации компаний;

— создать региональные серверы раскрытия информации для размещения сведений о результатах финансово-хозяйственной деятельности организаций регионов, выпусках ценных бумаг, корпоративных событиях, инвестиционных проектах и бизнес-планах;

— способствовать развитию региональной инфраструктуры фондового рынка, ориентированной на операции индивидуальных инвесторов с ценными бумагами;

— стимулировать увеличение количества профессиональных участников, оказывающих полный комплекс услуг на рынке ценных бумаг, с размещением информации о них на региональном сервере;

— создать фондовые центры и магазины;
организовать изучение, методическое обобщение и распространение опыта работы эмитентов из регионов, успешно привлекающих инвестиции с помощью инструментов рынка ценных бумаг, сведений о бюджетной эффективности такого привлечения через публикации в средствах массовой информации;

- создавать информационно-аналитические и консультационные центры по вопросам привлечения инвестиций;

- организовать систему повышения квалификации журналистов региональных средств массовой информации в сфере акционерного права, управления собственностью, функционирования рынка ценных бумаг и защиты прав инвесторов;

- организовать взаимодействие с Территориальными учреждениями Центрального банка РФ и кредитными организациями, крупнейшими саморегулируемыми организациями на рынке ценных бумаг (НФА, НАУФОР, ПАР-ТАД);

- создать межведомственную комиссию по развитию рынка ценных бумаг.

Стабилизация региональной экономики и ее последующее устойчивое развитие невозможны без качественных сдвигов в результативности трудовой деятельности коллективов организаций, перестройки системы мотивации (стимулирования) трудовой активности, возможности осуществления необходимых преобразований в механизме мотивации персонала акционерных обществ.

В отличие от этапа становления акционерных обществ, когда мотивация работников увязывалась с возможностью получения дополнительного дохода в виде дивидендов, в настоящее время данный материальный стимул утрачивает свое значение. Организации «второго эшелона» предпочитают не выпускать прибыль из общества.

В настоящее время, когда организации, прежде всего региональные, не имеют возможности выплачивать высокие дивиденды (это за пределами их технических и производственных возможностей), колебания курсов акций являются отражением результатов не экономической деятельности, а борьбы за контроль над акционерным обществом. В таких условиях особенно актуально создание надлежащего мотивационного механизма проведения вторичных эмиссий в интересах трудовых коллективов (продажа работникам новых выпусков акций) на основе использования опыта ESOP.

В Российской Федерации существует настоятельная необходимость использования опыта ESOP для создания новой категории инвесторов, представляющей население, увеличения доли работников в акционерных капиталах компаний (компенсационные планы владения акциями, включая ESOP, опционные планы, пенсионные планы и т.п.).

Руководство региональных акционерных обществ не воспринимает своих акционеров, среди которых немалую долю составляют работники этих же компаний, как инвесторов. Хотя, безусловно, разумнее было бы рассматривать миноритарных акционеров как потенциальных покупателей новых выпусков акций. Для того, чтобы сформировать у них «вкус» к инвестициям в «родное» акционерное общество, по нашему мнению, следует начать с размещения дополнительных акций путем распределения их среди своих акционеров за счет эмиссионного дохода, остатков фондов специального назначения и нераспределенной прибыли по итогам предыдущего года, средств от переоценки основных фондов. Эта мера не изменит позиции каждого акционера в структуре собст-

венности, но позволит усилить их заинтересованность в приобретении акций последующих выпусков и создаст реальный приток инвестиций на долгосрочной основе. Кроме этого, сами организации получают ряд преимуществ, поскольку дополнительная эмиссия акций воспринимается кредиторами как позитивный сигнал.

С точки зрения организации данных процессов представляется, что создание трастового фонда с передачей в его распоряжение прав владельцев акций — работников компании явилось бы продуктивным вариантом формирования единой (а не разрозненной, как имеет место на практике) собственности трудового коллектива. Потребуется известная трансформация опыта ESOP, направления которой приведены в диссертационном исследовании. Принятию решения о формировании собственности работников в частных компаниях должно предшествовать, на наш взгляд, создание достаточно весомых экономических предпосылок со стороны государства. Таковыми могут стать: заимствованное из американской практики льготное налогообложение, оказание организациям бесплатной консультационной помощи в перестройке организационной структуры и механизма управления и др.

Внедрение на региональном уровне систем типа ESOP, по мнению автора, необходимо рассматривать как первый этап (назовем его закрытым этапом) становления регионального рынка акций. По мере наращивания акционерного капитала за счет средств уже действующих акционеров, среди которых значительную долю составляют работники этих компаний, возможен переход ко второму этапу — открытому, т.е. к размещению акций среди потенциально неограниченного круга инвесторов. Основной задачей второго этапа должно стать создание региональной инфраструктуры фондового рынка, его регулятивной, информационной, технической и функциональной составляющей.

Четвертая группа проблем определила необходимость проведения сравнительного анализа подходов к оптимизации структуры капитала организации, выявления ее критериев, сущности и показателей финансовой устойчивости как условия формирования оптимальной структуры капитала.

В диссертации систематизированы подходы к определению структуры капитала организаций. Развитие теории структуры капитала обусловлено возникновением ряда теоретических концепций: традиционалистской, индифферентности структуры капитала, компромиссной, которые проанализированы в диссертации.

По мнению автора, в условиях функционирования российского финансового рынка наиболее приемлемой является компромиссная концепция структуры капитала, суть которой состоит в том, что структура капитала формируется под воздействием ряда условий, определяющих соотношение уровня доходности и риска использования капитала организации. Согласно компромиссной концепции управления структурой капитала, возрастание доли заемных средств, являющихся более дешевыми по сравнению с собственными, в общем объеме капитала организации способствует достижению более высокой рентабельности собственного капитала. В то же время более высокая рентабельность «компенсируется» потерей организацией финансовой устойчивости, так как с

увеличением доли заемных средств в структуре пассивов платежеспособность организации существенно снижается и возникает проблема погашения долгов перед кредитными организациями и контрагентами. Высокий финансовый рычаг оказывает двоякое влияние на финансовое состояние организации - увеличивает рентабельность собственного капитала и снижает финансовую устойчивость. Следовательно, существует экономическая граница привлечения заемного капитала, при достижении которой его цена возрастает до такой степени, что поглощает эффект, достигаемый налоговым преимуществом его использования. Цена заемного капитала организации и его средневзвешенная цена становится равной цене собственного капитала. Превысив этот уровень цены заемного капитала, организация теряет экономические стимулы к его привлечению.

Для количественного определения границ капитала автором рассмотрены три существующих подхода: бухгалтерский, западный, практический. Под структурой капитала понимается соотношение источников финансирования деятельности организации в их общем объеме. Такая трактовка понятия «структура капитала» позволяет существенно расширить сферу использования практического подхода в деятельности российских организаций.

В ходе исследования проблемы оптимизации структуры капитала организации доказано, что общепризнанные критерии должны быть дополнены нормативным или целевым показателем финансовой устойчивости, которая является необходимым условием достижения оптимальной структуры капитала. В работе проанализированы определения финансовой устойчивости, разработанные отечественными экономистами, и предлагается рассматривать финансовую устойчивость с двух взаимосвязанных позиций:

- соблюдения целевой структуры финансовых ресурсов организации;
- минимизации финансовых рисков при заданной структуре финансовых ресурсов.

В диссертации сформулировано определение финансовой устойчивости как состояния финансовых ресурсов организации, при котором обеспечивается непрерывность их кругооборота в условиях допустимого уровня финансового риска. Данное определение позволяет использовать функциональный подход к управлению финансовой устойчивости, который обеспечивает реализацию таких функций, как анализ и оценка, планирование и прогнозирование, организация, стимулирование (мотивация) и контроль.

Целью анализа и оценки финансовой устойчивости организации является выявление тенденций и направлений развития в соотношении собственных и заемных финансовых ресурсов и разработка конкретных рекомендаций по улучшению данного соотношения. На основе анализа и оценки финансовой устойчивости осуществляется ее планирование и прогнозирование, которое позволяет устанавливать конкретные ее показатели, определяемые стратегическими целями развития организации, задает экономические пропорции привлечения, распределения и использования финансовых ресурсов. Организация обеспечивает системный подход в построении структуры управления финансовыми ресурсами хозяйствующего субъекта, взаимодействие его функциональных структур в целях запланированного уровня финансовой устойчивости.

Стимулирование обеспечивает необходимую мотивацию достижения определенного уровня финансовой устойчивости как собственников компании, так и других заинтересованных в ее успешном функционировании лиц (стейкхолдеров). Реализация данной функции обеспечивается механизмом распределения прибыли организации, а также системой оплаты труда. Контроль за ранее принятыми управленческими решениями в области финансовой устойчивости предполагает анализ и оценку финансовых показателей и, следовательно, цикл управленческих функций «замыкается», обеспечивая непрерывность процесса управления финансовой устойчивостью организации.

Считаем, что оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение источников собственных и заемных средств организации, при котором обеспечивается наилучшее значение критериев оптимизации при заданном уровне финансовой устойчивости и достижении максимальной рыночной стоимости организации.

Для проведения оптимизации структуры капитала организации при соблюдении заданного уровня ее финансовой устойчивости как условия данной оптимизации наиболее приемлемым показателем финансовой устойчивости является коэффициент финансового рычага (плечо финансового рычага). Между финансовой устойчивостью и финансовым рычагом существует определенное противоречие, которое состоит в том, что рост финансового рычага в структуре пассивов организации приводит к увеличению рентабельности собственного капитала (ROE) как одного из критериев принятия эффективных финансовых решений. В то же время повышение удельного веса заемного капитала в валюте баланса снижает финансовую устойчивость организации и генерирует повышенный финансовый риск. Процесс принятия финансовым менеджером решения по управлению структурой капитала организации при заданных параметрах финансовой устойчивости может быть представлен следующей блок-схемой (см. рис. 5).

Основная задача практического финансового менеджмента в области управления капиталом – найти не только оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом (финансовый рычаг), минимизирующим средневзвешенную цену капитала (WACC), но и создать необходимые условия для сохранения или увеличения финансовой устойчивости организации.

Для нахождения оптимального сочетания структуры капитала и уровня финансовой устойчивости организации целесообразно использовать методы моделирования детерминированных факторных систем. Автором разработана модель оптимизации структуры капитала по критерию минимизации его средневзвешенной цены с учетом целевого значения плеча финансового рычага и неотрицательного значения дифференциала, которая может быть использована финансовыми менеджерами в практической деятельности. На основе данной модели составлена программа, которая позволяет в автоматическом режиме решить оптимизационную задачу для двух ситуаций. Первая ситуация – валюта баланса постоянна, изменяется структура капитала, т.е. соотношение между собственными и заемными средствами в пассивах.



Рис. 5. Блок-схема принятия решения по управлению структурой капитала организации при заданных параметрах финансовой устойчивости

Источник: составлено автором

Аналитически первая ситуация может быть представлена следующей системой:

$$\left\{ \begin{array}{l} WACC \rightarrow \min \\ a \leq \frac{D}{E} \leq b \\ ROA - R_f \geq 0 \end{array} \right. \quad (I)$$

где $WACC$ – прогнозируемая средневзвешенная цена капитала, %; D – прогнозируемое значение величины заемных средств, д.е.; E – прогнозируемое значение величины собственных средств, д.е.; a, b – заданные целевые значения плеча финансового рычага, коэфф.; ROA – фактическая или прогнозируемая рентабельность активов, %; R_f – фактическая или прогнозируемая средняя расчетная ставка процента по кредитам и займам, проценты по которым относятся на расходы организации, %.

Решая данную задачу, следует представить финансовые ресурсы организации в виде портфеля, состоящего из определенного набора их видов, поступающих из различных источников (уставный капитал, нераспределенная прибыль, амортизационный фонд, кредиты банков, облигационные займы, кредиторская задолженность и др.). Поскольку $WACC = \sum_{i=1}^n k_i d_i$, и цена каждого источника средств организации (k_i) известна, то финансовым менеджерам необходимо определить долю каждого источника (d_i) в структуре пассивов организации.

Минимальное значение $a = 0$ в случае, если организация не прибегает к заимствованиям. Значение b устанавливается финансовыми менеджерами компании в зависимости от отраслевой принадлежности организации, практики работы с кредитными организациями и контрагентами. Последний фактор, в свою очередь, определяется представлениями кредиторов о состоянии финансовой устойчивости организации-заемщика, на основании которых они сохраняют условия кредитования и, прежде всего, величину процентной ставки по выдаваемым кредитам. Если величина плеча финансового рычага больше 1 (большая часть имущества организации сформирована за счет заемных средств), то это свидетельствует о значительном финансовом риске и нередко затрудняет возможность получения кредита. В то же время у ряда организаций доля собственного капитала в общем объеме источников средств может составлять менее половины, и тем не менее такие организации будут сохранять достаточно высокую финансовую устойчивость. Это, в первую очередь, касается организаций, деятельность которых характеризуется высокой оборачиваемостью активов, стабильным спросом на продаваемую продукцию, налаженными каналами снабжения и сбыта, низким уровнем постоянных затрат (например, торговых и посреднических организаций).

У капиталоемких предприятий с длительным периодом оборота средств, имеющих значительный удельный вес активов целевого назначения (к примеру, предприятий машиностроительного комплекса), доля заемных средств в 40-50% может быть опасна для финансовой устойчивости.

Значение дифференциала финансового рычага ($ROA - R_f$) должно быть неотрицательным, так как в противном случае использование заемных средств приводит не к увеличению, а к снижению отдачи от вложенных средств и, следовательно, к снижению рыночной стоимости компании. В представленной программе фактические или прогнозируемые значения рентабельности активов и средней расчетной ставки процента по заемным средствам вводятся самим пользователем программы и не участвуют в расчете оптимального значения средневзвешенной цены капитала. В дальнейшем программа может быть усовершенствована в направлении использования значений ROA и R_f , если исходные данные будут представлены не в виде цены источников финансирования, а в виде абсолютных значений выплат по различным направлениям их использования и их абсолютной величины.

Интерфейс программы, иллюстрирующий определение оптимальной структуры капитала организации без увеличения объема источников финансирования, приведен на рисунке 6. Знаки «+» и «-» используются для того, чтобы добавлять или убирать строки, в которых указываются виды источников финансирования.

Симплекс метод

Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации WACC при соблюдении заданного уровня финансовой устойчивости организации

Собственный капитал:

№	Статья пассива	цена, %	min, %	max, %	Решение, %
1	Выпущенный и дообъемный капитал	15	5	20	20
2	Резервный капитал	15	2	5	5
3	Нераспределенная прибыль	20	10	25	15

0 <- D/E <- 1.5

Заемный капитал:

№	Статья пассива	цена, %	min, %	max, %	Решение, %
1	Долгосрочные кредиты	12	7	12	7
2	Краткосрочные кредиты	10	15	20	18
3	Кредиторская задолженность	5	20	35	35

ROA: 18
Rf: 8

WACC = 11.1400
D/E = 1.5000

Решить | Выход

Рис. 6. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации WACC при соблюдении заданного уровня финансовой устойчивости организации
Источник: составлено автором

где *цена, %* - цена *i*-того источника финансирования, %; *min, %* - минимальное значение удельного веса *i*-того источника финансирования в общей сумме капитала (в валюте баланса), %. Сумма данных минимальных значений не может превышать 100%; *max, %* - максимальное значение удельного веса *i*-того источника финансирования в общей сумме капитала (в валюте баланса), %; *решение, %* - оптимальная структура капитала (валюты баланса) при заданных ограничениях, %. Сумма удельных весов источников финансирования в общей величине капитала (валюте баланса) должна быть равна 100%;

$\frac{D}{E}$ - ограничение планируемого значения плеча финансового рычага, коэф.

Для устранения недостатков критерия минимизации средневзвешенной цены капитала в модель нами включены минимальные и максимальные ограничения на удельный вес различных источников финансирования в их общем объеме. Эти ограничения могут быть двух видов. Первый вид устанавливается федеральными законами или нормативными актами. Второй вид определяется финансовым руководством организации, исходя из особенностей ее практической деятельности. Используя предложенную программу, финансовый менеджер может оптимизировать структуру капитала, вводя по своему усмотрению как минимальные, так и максимальные значения удельного веса каждого источника финансирования в их общем объеме.

Вторая ситуация – валюта баланса изменяется (увеличивается), поскольку организация предполагает реализовать инвестиционный проект и привлечь дополнительные финансовые ресурсы для его финансирования. Предварительно требуется определить общую потребность в дополнительных источниках финансирования ($\Delta E + \Delta D$) и рассчитать ее процентное отношение к базовой величине валюты баланса. Аналитически вторая ситуация может быть представлена следующей системой:

$$\left\{ \begin{array}{l} WACC \rightarrow \min \\ a \leq \frac{D_0 + \Delta D}{E_0 + \Delta E} \leq b \\ ROA - R_i \geq 0, \end{array} \right. \quad (II)$$

где *WACC* – прогнозируемая средневзвешенная цена капитала, %; *D₀* – базовое значение величины заемных средств, используемых организацией, д.е.; ΔD – абсолютное изменение величины заемных средств, д.е.; *E₀* – базовое значение величины собственных средств, используемых организацией, д.е.; ΔE – абсолютное изменение величины собственных средств, д.е.; *a, b* – заданное целевое значение плеча финансового рычага, коэф.

Основным отличием данной ситуации от предыдущей является то, что для расчета *WACC* финансовым менеджером компании необходимо знать прогнозные значения цены привлекаемых финансовых ресурсов. Кроме того, в программе установлены минимальные и максимальные ограничения на плани-

руемое распределение добавленного капитала, исходя из прогнозируемого общего приращения валюты баланса.

Интерфейс программы, иллюстрирующий определение оптимальной структуры капитала организации с увеличением объема источников финансирования, приведен на рисунке 7.

Симплекс метод

Оптимизация структуры добавленного капитала по критерию минимизации WACC при соблюдении заданного уровня финансовой устойчивости организации

Собственный капитал:

№	Статья пассива	цена,%	min,%	max,%	E_0 ,%	dE ,%	E_0+dE ,%
1	Целевые долгосрочные капиталы	15,6	15,1	15,5	14,2	1,3	15,5000
2	Резервный капитал	15,6	3,5	3,6	3,4	0,2	3,6000
3	Нераспределенная прибыль	18,9	27,2	41,0	26,7	14,2	40,8999

Планируемое приращение капитала (%): 20,00

$\leq D/E \leq 1$

Заемный капитал:

№	Статья пассива	цена,%	min,%	max,%	D_0 ,%	dD ,%	D_0+dD ,%
1	Долгосрочные кредиты	14,2	7,8	8,2	7,8	0	7,8000
2	Краткосрочные кредиты	18,5	12,5	15,6	12,4	0,1	12,4999
3	Кредиторская задолженность	3,6	39,4	40,8	35,5	4,2	39,6999

ROA: 15,8

Rt: 7,3

WACC = 14,5590

D/E = 0,9999

Решить Выход

Рис. 7. Оптимизация структуры добавленного капитала по критерию минимизации WACC при соблюдении заданного уровня финансовой устойчивости организации

Источник: составлено автором

где *цена*, % - цена *i*-того источника финансирования, %; *min*, % - минимальное значение удельного веса *i*-того источника финансирования в планируемой общей сумме капитала (в валюте баланса), %. Каждый минимум должен быть не меньше первоначального значения удельного веса *i*-того источника финансирования в фактической сумме капитала (валюте баланса). Сумма минимальных значений удельных весов всех источников финансирования в планируемой сумме капитала (валюты баланса) не может превышать 100% плюс планируемое приращение капитала (в процентах); *max*, % - максимальное значение удельного веса *i*-того источника финансирования в планируемой общей сумме капитала (в валюте баланса), %; E_0 , %; D_0 , % - фактические значения удельных весов источников собственного и заемного капитала (соответственно) в общей сумме капитала (валюте баланса). Сумма данных значение должна быть равна 100%; dE , %; dD , % - распределение планируемого приращения капитала по источникам финансирования собственного и заемного капитала (соответственно)

в процентах к фактическому значению величины капитала (валюты баланса), %. Сумма $dE, \%$ и $dD, \%$ не может превышать планируемого приращения капитала в процентах к фактическому значению величины капитала (валюты баланса); $E_o + dE, \%$; $D_o + dD, \%$ – удельный вес i -того источника финансирования собственного и заемного капитала (соответственно) в планируемом значении величины капитала (валюты баланса), %. Сумма данных значений должна быть равна 100% плюс планируемое приращение капитала в процентах к его фактическому значению.

Финансовый менеджер задает значения цены различных источников финансирования, плеча финансового рычага и ряда других показателей. В результате получает минимальное значение средневзвешенной цены капитала при заданных ограничениях финансовой устойчивости.

Разработанная программа позволяет комплексно использовать методы оптимизации структуры капитала с учетом достижения прогнозируемого уровня финансовой устойчивости организации по критериям максимизации рентабельности собственного капитала и минимизации его средневзвешенной цены.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Монографии, учебные пособия и брошюры:

1. Сысоева, Е.Ф. Финансовые ресурсы и капитал организаций: сущность, управление, эффективность использования [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Воронеж : Изд-во Воронеж. гос. ун-та, 2007. – 248 с. – 15,5 п.л. – ISBN 978-5-9273-1302-0.
2. Финансовые ресурсы региона : Тенденции и перспективы развития [Текст] / [под ред. Е.Ф. Сысоевой, Ю.И. Трещевского]. – Воронеж : Воронеж. гос. ун-т, 2004. – С.45-55, 116-128. – 10,5 п.л. (в соавторстве, собств. – 1,62 п.л.). – ISBN 5-9273-0534-2.
3. Ендовицкий, Д.А. Практикум по инвестиционному анализу : учеб. пособие [Текст] / Д.А. Ендовицкий, Л.С. Коробейникова, Е.Ф. Сысоева. – М. : Финансы и статистика, 2001. – С. 168-198. – 14,2 п.л. (в соавторстве, собств. – 2,0 п.л.) (с грифом УМО). – ISBN 5-279-02341-8.
4. Управление финансами организаций: учеб.-метод. пособие [Текст] / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева, А.И. Барабанов и др. – Воронеж : ФГУП ИПФ «Воронеж», 2002. – С.175-295. – 33,6 п.л. (в соавторстве, собств. – 11,6 п.л.). – ISBN 5-89981-268-0.
5. Сысоева, Е.Ф. Управление капиталом : пособие и практикум по специальности 080105 (060400) «Финансы и кредит» специализации «Финансовый менеджмент» и направлению 080100 «Экономика» программы «Финансы» [Текст] / Е.Ф. Сысоева, В.В. Говорова. – Воронеж : Экон. фак. ВГУ, 2005. – 66 с. – 4,1 п.л. (в соавторстве, собств. – 3,0 п.л.).
6. Сысоева, Е.Ф. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие и практикум для вузов [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Воронеж : ЛОП ВГУ, 2006. – 43 с. – 2,75 п.л.
7. Финансовый менеджмент: учеб. пособие [Текст] / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева и др. – М.: КНОРУС, 2005. – С.186-303. – 21,0 п.л. (в соавторстве, собств. – 7,7 п.л.) (с грифом УМО). – ISBN 5-85971-088-7.

8. Финансовый менеджмент : учеб. пособие [Текст] / А.Н. Гаврилова, Е.Ф. Сысоева и др. – 4-е изд., испр. и доп. - М.: КНОРУС, 2007. – С. 207-353. – 27 п.л. (в соавторстве, собств. – 9,13 п.л.) (с грифом УМО). – ISBN 978-5-85971-472-8.

Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:

9. Сысоева, Е.Ф. Сущность и принципы функционирования финансовых ресурсов и капитала организаций [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: экономика и управление. – 2004. – №1. – С.76-83. – 0,8 п.л.

10. Сысоева, Е.Ф. Региональные особенности и направления воспроизводства финансовых ресурсов организаций [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Финансы и кредит. – 2005. – №4. – С.6-14. – 1,0 п.л.

11. Сысоева, Е.Ф. Механизм использования корпоративных облигаций в качестве инструмента финансирования [Текст] / Е.Ф. Сысоева, В.В. Говорова // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: экономика и управление. – 2005. – №1. – С.114-124. – 1,0 п.л. (в соавторстве, собств. – 0,75 п.л.).

12. Сысоева, Е.Ф. Капитал, финансовые ресурсы и источники финансирования организации [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: экономика и управление. – 2007. – №1. – С.125-134. – 0,75 п.л.

13. Сысоева, Е.Ф. Финансовые ресурсы и капитал организации: воспроизводственный подход [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Финансы и кредит. – 2007. – №21 (261). – С.6-11. – 0,54 п.л.

14. Сысоева, Е.Ф. Сравнительный анализ подходов к проблеме оптимизации структуры капитала [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Финансы и кредит. – 2007. – №25 (265). – С.55-59. – 0,5 п.л.

15. Сысоева, Е.Ф. Содержание и механизм процесса финансирования организаций [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: экономика и управление. – 2007. – №2. – С.79-84. – 0,5 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

16. Сысоева, Е.Ф. Финансовые ресурсы региона: формирование и использование [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Деп. в ИНИОН РАН № 49537 от 15.08.1994 г. – С. 15-27. – 0,9 п.л.

17. Сысоева, Е.Ф. О некоторых методах оценки и страхования кредитных рисков [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Проблемы совершенствования финансово-кредитного механизма. – Деп. в ИНИОН РАН № 52824 от 15.07.1997 г. – С.34-39. – 0,44 п.л.

18. Сысоева, Е.Ф. Использование современных форм кредитования в практике российских банков [Текст] / Е.Ф. Сысоева, Н.А. Титова. – В сб.: «Экономика – пути развития». – Воронеж : Изд-во ВГУ, 1998. – Ч.II. – С. 318-333. – 0,1 п.л. (в соавторстве, собств. – 0,5 п.л.).

19. Сысоева, Е.Ф. Содержание, функции и проблемы формирования банковского капитала [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – В сб.: «Экономика – пути развития». – Воронеж, 2000. – Ч. V. – С. 22-30. – 0,55 п.л.

20. Сысоева, Е.Ф. Содержание, функции и планирование размера капитала акционерного общества [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Энергия : Ежеквартальный науч.-практ. вестник. 2000. №3. С. 117-123. – 0,5 п.л.

21. Сысоева, Е.Ф. Состояние российского фондового рынка и корпоративные конфликты [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – В сб.: «Новые контуры социально-экономического развития общества». – Воронеж : ВГУ, 2001. – Ч. III. – С. 355-359. – 0,3 п.л.

22. Сысоева, Е.Ф. Некоторые аспекты совершенствования регулирования деятельности коммерческих банков [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – В сб.: «Проблемы развития государственного и муниципального управления» / [под ред. И.Е.Рисина, Ю.И.Трещевского]. – Воронеж : Центр.-Чернозем. кн. изд-во, 2001. – С.28-33. – 0,4 п.л.

23. Сысоева, Е.Ф. Проблемы и перспективы развития регионального рынка ценных бумаг (на примере Воронежской области) [Текст] / Е.Ф. Сысоева, В.В. Гаврилов. – Экономика развития региона: проблемы, поиски, перспективы : Ежегодник. – Вып.2. – Волгоград : Изд-во ВолГУ, 2002. – С.256-265. – 1,0 п.л. (в соавторстве, собств. – 0,5 п.л.).

24. Сысоева, Е.Ф. Сущность ресурсов коммерческих банков и повышение эффективности управления ими [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Бухгалтерский учет, анализ, аудит, налогообложение и коммерческий расчет : теория и практика: сб. науч. трудов / Перм. ун-т; [науч.ред. Т.Г.Шешукова]. – Пермь, 2002. – С.9-13. – 0,3 п.л.

25. Сысоева, Е.Ф. Модели корпоративного управления и нарушения прав акционеров [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Экономика и менеджмент : Ученые записки. – Вып.3 / Эконом. факультет ВГУ. – Воронеж, 2002. – С.89-98. – 0,6 п.л.

26. Сысоева, Е.Ф. Проблемы и перспективы развития регионального рынка ценных бумаг (на примере Воронежской области) [Текст] / Е.Ф. Сысоева, В.В. Гаврилов // Индикатор : Информ.-аналит. журнал по российскому рынку капиталов. – 2002. – №8 (48). – С.23-25. – 0,25 п.л. (в соавторстве, собств. – 0,13 п.л.).

27. Сысоева, Е.Ф. Корпоративное управление и финансирование акционерных обществ/ Е.Ф. Сысоева [Текст]. – В сб.: «Ученые записки колледжа «Номос»» / [под ред. Л.М.Коротких]. – Вып.4. – Воронеж : Изд-во «Номос», 2002. – С.163-170. – 0,5 п.л.

28. Сысоева, Е.Ф. Финансовый механизм корпорации в условиях переходной экономики [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Управление изменениями в социально-экономических системах : материалы междунар.научно-практ.конф. – Ч.2 / [под ред. И.Е.Рисина, Ю.И.Трещевского]. – Воронеж, 2003. – С.34-40. – 0,45 п.л.

29. Сысоева, Е.Ф. Содержание кредитных отношений и их роль в развитии российской экономики [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Современные проблемы

экономической теории: сб. статей междунар. конф.– Воронеж, 2003. – Ч. VI. – С. 783-793. – 0,8 п.л.

30. Сысоева, Е.Ф. Фундаментальные и инфраструктурные факторы развития рынка ценных бумаг в России [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Проблемы реформирования экономики России : сб. статей Всерос. науч.-практ. конф.–Воронеж, 2003. – Ч. III. – С. 499-507. – 0,6 п.л.

31. Сысоева, Е.Ф. Анализ инвестиционного потенциала российских компаний на основе выбора источников финансирования [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Экономический анализ: теория и практика. – 2003. – №4. – С.36-43. – 1,2 п.л.

32. Сысоева, Е.Ф. Организационная структура финансово-экономической службы промышленного предприятия [Текст] / Е.Ф. Сысоева, Ю.М. Плетнев // Менеджмент в России и за рубежом. – 2003. – №4. – С. 90-101. – 1,5 п.л. (в соавторстве, собств. – 0,75 п.л.).

33. Сысоева, Е.Ф. Финансовые ресурсы и капитал коммерческих организаций [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Механизмы развития социально-экономических систем региона : материалы междунар. науч.-практ. конф. / [под ред. И.Е. Рисина, Ю.И. Трещевского]. – Воронеж : Воронежский государственный университет, 2003. – С.168-171. – 0,2 п.л.

34. Сысоева, Е.Ф. Направление изменений в финансовом механизме корпорации в условиях переходной экономики [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – В сб. статей «Управление изменениями в социально-экономических системах региона». – Воронеж : Воронеж. гос. ун-т, 2003. – Вып. 1. – С.30-35. – 0,38 п.л.

35. Сысоева, Е.Ф. Финансовые ресурсы и капитал коммерческих организаций региона [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Механизмы развития социально-экономических систем региона: сб. статей междунар. науч.-практ. конф. / [под ред. И.Е. Рисина, Ю.И. Трещевского]. – Воронеж : Воронеж. гос. ун-т, 2004. – С.174-178. – 0,3 п.л.

36. Сысоева, Е.Ф. Использование фундаментального анализа для оценки стоимости акций [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Актуальные проблемы учета, экономического анализа и финансово-хозяйственного контроля деятельности коммерческих организаций : материалы II Всерос. науч.-практ. конф. : В 2 ч. – Воронеж, 2004. – Ч. II. – С.67-69. – 0,2 п.л.

37. Сысоева, Е.Ф. Формирование эффективной региональной политики развития рынка ценных бумаг [Текст] / Е.Ф. Сысоева, В.В. Гаврилов. – Экономика развития региона : проблемы, поиски, перспективы : ежегодник. – Волгоград, 2004. – Вып. 4. – С.263-271. – 0,5 п.л. (в соавторстве, собств. – 0,25 п.л.).

38. Сысоева, Е.Ф. Заемное финансирование и его роль в обеспечении экономического роста [Текст]. – Экономика развития региона : проблемы, поиски, перспективы : ежегодник. – Волгоград, 2004. – Вып. 4. – С.272-276. – 0,3 п.л.

39. Сысоева, Е.Ф. Банковский кредит как источник финансирования предприятий региона [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Нековой поиск модели хозяйственного развития России. Региональное экономическое пространство: интеграционные процессы : тезисы VII междунар. науч.-практ. конф., г. Волжский, 23-25 сентября 2004 г. – Волгоград : Волгоград. науч. изд-во, 2005. – С.123-125. – 0,2 п.л.

40. Сысоева, Е.Ф. Факторы, влияющие на формирование финансовых ресурсов предприятий региона [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Финансово-кредитные отношения и механизм его реализации : сб. ст. регион. науч.-практ. конф. – Воронеж, 2005. – С.75-82. – 0,5 п.л.

41. Сысоева, Е.Ф. Современные концепции и финансовые показатели оценки стоимости организации [Текст]/Е.Ф. Сысоева.– Механизм корпоративного управления в России: становление и перспективы : материалы науч. семинара.–Воронеж : множит.техника экон. ф-та ВГУ, 2006. – С. 11-16. – 0,3 п.л.

42. Сысоева, Е.Ф. Комплексная система управления финансовыми ресурсами организации [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Проблемы и перспективы экономической интеграции регионов и государств : материалы Всерос. науч.-практ. конф. (Белгород, 10-11 апр.2006 г.) : в 2 т. / [под науч. ред. К.В. Павлова, С.Н. Растворцевой]. – Белгород : Изд-во БелГУ, 2006. – Т.2. – С.164-168. – 0,25 п.л.

43. Сысоева, Е.Ф. Влияние корпоративного управления на инвестиционную привлекательность компаний [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Корпоративное управление: механизмы и стратегии развития: материалы третьего науч.-практ. семинара «Разработка теоретических основ формирования эффективного механизма корпоративного управления в России».–Воронеж, 2007.–С.59-66.–0,5 п.л.

44. Сысоева, Е.Ф. Принципы определения цены капитала организации [Текст] / Е.Ф. Сысоева. – Совершенствование финансово-кредитных отношений в трансформируемой экономике России: сб. статей Всерос. науч.-практ. конф. (21.11.2006). – Воронеж, ВГУ, 2007. – С.554-561. – 0,5 п.л.

45. Сысоева, Е.Ф. Воспроизводство финансовых ресурсов и трансформация их в капитал [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Экономика и менеджмент : ученые записки. – Вып.5 (в 2-х частях) / экон. ф-т ВГУ. – Воронеж : Воронеж.гос.ун-т, 2007. – С. 83-98. – 1,0 п.л.

46. Сысоева, Е.Ф. Структура капитала и финансовая устойчивость организации: практический аспект [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Дайджест финансы. – 2007. –№7 (151). – С. 11-16. – 0,54 п.л.

Воронежский государственный университет
 Отпечатано на множительной технике экономического факультета ВГУ
 394068, г. Воронеж, ул. Хользунова, д. 40
 Лицензия ИД № 00437 от 10.11.1999 г.
 Заказ № 472 от 04 апреля 2008 г.
 Тираж 100 экз.