

3.9. ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ СТРУКТУРЫ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ РОССИЙСКИХ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ

Щукина Т.В., аспирант кафедры «Корпоративные финансы»

Финансовый университет при Правительстве РФ

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

В статье рассматриваются особенности формирования структуры источников финансирования компаний телекоммуникационной отрасли, которая является одной из лидирующих по объему вложенных инвестиций. На выборке 30 телекоммуникационных компаний было выявлено уменьшение доли собственного капитала на фоне роста обязательств. Было обнаружено, что значительный объем инвестиций в отрасль распределяется неравномерно. В статье также приведены результаты анализа влияния различных факторов на структуру капитала.

Телекоммуникации – один из самых важных секторов экономики, который обеспечивает стратегическое развитие и функционирование других отраслей хозяйства страны. В 2011 г. объем рынка телекоммуникаций в Российской Федерации достиг размера в 1,4 трлн., что составляет около 3% валового внутреннего продукта (ВВП) страны.

Несмотря на то, что темпы развития отрасли замедлились в период экономического спада 2007-2009 гг., уже несколько лет рынок демонстрирует, что российские телекоммуникационные компании вышли из кризиса.

Необходимо отметить, что за последние несколько лет выросли капитальные инвестиции в отрасль, составив в 2012 г. почти 1 071 млн. долл. [3, с. 35]. Телекоммуникационная отрасль также остается очень привлекательной для зарубежных инвесторов (см. рис. 1). Объем вложенных средств составляет более четверти всего объема инвестирования в российские компании в 2012 г.

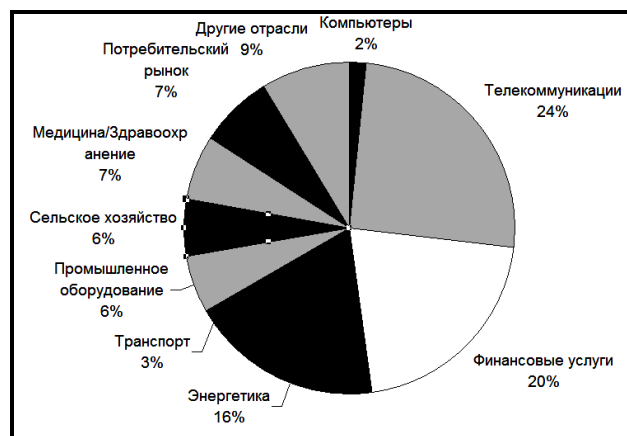


Рис. 1. Распределение объемов инвестиций по отраслям в 2012 г.¹

Таким образом, сфера телекоммуникаций является одной из лидирующих по объему вложенных инвести-

¹ Источник: Российская ассоциация венчурного инвестирования.

ций. Влияние этих условий на структуру источников финансирования российских телекоммуникационных компаний будет рассмотрено в данной статье.

Для анализа структуры капитала были выбраны 30 российских телекоммуникационных компаний, необходимые данные о которых находятся в открытом доступе. Информационной базой для анализа послужили данные бухгалтерской (финансовой) отчетности выбранных компаний за период 2008-2012 гг.

В ходе исследования был проведен анализ объема и динамики изменения структуры капитала, также анализ влияния ряда факторов на коэффициент финансового рычага рассматриваемых компаний. Совокупность источников финансирования, находящихся в распоряжении предприятия в определенный момент времени, формирует капитал [1]. Под структурой капитала понимается соотношение заемного капитала (долгосрочного и краткосрочного) и собственного капитала.

Собственный капитал – это совокупность собственных источников финансирования деятельности предприятия, т.е. финансовых источников, принадлежащих ей на правах собственности и используемых для формирования определенной части активов, тогда как заемный капитал представляет собой совокупность источников финансирования, которые привлекаются на условиях возвратности, срочности и платности.

Анализируя структуру капитала рассматриваемых телекоммуникационных компаний, следует отметить, что доля собственного капитала компаний варьируется от 2,78% до 95%. Собственный капитал большинства компаний составляет более 50% (у 19 из 30 компаний). У четырех компаний доля собственных средств не превышает 20% от всего объема привлекаемого финансирования. Таким образом, основным источником финансирования рассматриваемых предприятий телекоммуникационной отрасли является собственный капитал.

Соответственно, доля заемного капитала исследуемых компаний различна. Необходимо отметить, что у девяти организаций доля заемных средств составляет более 60%, в число этих организаций входят пять самых крупных по выручке телекоммуникационных компаний. Можно сделать вывод о том, что крупные компании привлекают больше заемных средств, чем средние предприятия.

При анализе динамики изменения долей собственного и заемного капитала в период 2008-2012 гг. у большинства компаний отмечается снижение удельного веса собственного капитала.

Плечо финансового рычага, рассчитываемое как соотношение заемного и собственного капитала, превышает 1,5 в восьми из тридцати случаев. При уменьшении доли собственного капитала данный показатель большинства рассматриваемых компаний имеет тенденцию к увеличению.

В состав собственного капитала входят уставный капитал, добавочный капитал, переоценка основных средств, резервный капитал и нераспределенная прибыль. У большинства анализируемых компаний размер резервного капитала и уставного капитала неизменен, и их доля у крупных компаний не превышает 1%, тогда как у остальных предприятий уставный капитал формирует треть общего объема собственных средств.

Анализируя добавочный капитал рассматриваемых компаний, можно отметить, что у большинства (у 20 из

30 компаний) отсутствует добавочный капитал. Аналогичная ситуация сложилась с переоценкой основных средств – одни компании переоценивают имеющиеся в их собственности основные средства, другие – нет. Переоценку проводили 12 предприятий, т.е. меньше половины. Соответственно, у большинства этих компаний удельный вес величины переоценки составляет менее 20% от размера собственного капитала в конце анализируемого периода.

Необходимо отметить, что три крупные телекоммуникационные компании имеют добавочный капитал, а также проводят переоценку основных средств. Большинство средних компаний не имеют добавочного капитала и не занимаются переоценкой своего имущества. Это объясняется тем, что крупные компании стараются сделать бухгалтерский баланс более привлекательным для собственников и инвесторов организации. Дооценка основных средств позволяет им увеличить долю собственного капитала в общем капитале организации. Однако одновременно с этим, увеличивается налоговая база по налогу на имущество.

Наибольшую долю собственного капитала рассматриваемых компаний составляет нераспределенная прибыль (свыше 50% у 20 одной из 30 компаний). Это свидетельствует о том факте, что нераспределенная прибыль компаний, оставшаяся в их распоряжении после уплаты налогов и дивидендов, является самым главным собственным источником финансирования деятельности анализируемых предприятий. Однако, несмотря на значительную долю собственного капитала в структуре источников финансирования в начале исследуемого периода, компаниям не хватает собственных средств. В период 2008-2012 гг. объем привлекаемого капитала исследуемых компаний увеличивается. Это обусловлено их растущей потребностью в финансировании в связи с ростом рынка телекоммуникационных услуг и расширением деятельности компаний.

Заемный капитал представлен краткосрочными и долгосрочными обязательствами компаний. К краткосрочным источникам относятся обязательства, погашение которых должно произойти в течение года. Долгосрочные источники включают в себя долгосрочные кредиты и займы, облигации, аренду и лизинг. Они используются более года. Их привлечение подразумевает целевое использование средств для финансирования капитальных вложений или приобретения бизнеса.

Рассматривая структуру заемного капитала, можно отметить, что доля долгосрочных обязательств у трети исследуемых компаний превышает 50% от общего объема заемного финансирования. В это число входят пять крупных телекоммуникационных компаний. У большинства средних компаний величина долгосрочного заемного капитала также составляет менее 35% всего объема обязательств компаний.

Анализируя удельный вес элементов заемного капитала за весь исследуемый период, необходимо подчеркнуть, что невозможно выявить определенную тенденцию – доля долгосрочных заемных средств у половины исследуемых компаний увеличивается, одновременно с этим, другая половина предприятий привлекает больше краткосрочных заемных ресурсов. У трех из тридцати рассматриваемых компаний наблюдается резкое снижение объема долгосрочного заемного капитала – с уровня более 85% до 5% – за период 2008-

2012 гг. Пять из тридцати компаний не имеют долгосрочных обязательств.

Отсюда сделать вывод, что большой объем долгосрочных инвестиций в телекоммуникационную отрасль распределяется неравномерно: в числе рассматриваемых компаний отмечены организации как со значительной долей долгосрочных обязательств, так и с нехваткой долгосрочных заемных ресурсов.

Изменение доли краткосрочных обязательств в анализируемом периоде также не имеет определенной тенденции. Итак, заемные источники исследуемых компаний играют важную роль в обеспечении необходимого объема финансирования. Телекоммуникационные компании привлекают их и в виде долгосрочных инвестиций, и краткосрочных заемных средств.

В рамках данного исследования был проведен эмпирический анализ для более глубокого понимания мотивов выбора определенного соотношения собственного и заемного капитала. Была выдвинута гипотеза о существовании зависимости между структурой капитала и рядом факторов, определяющих особенности деятельности телекоммуникационных компаний. В число рассматриваемых факторов входили:

- фактор масштаба деятельности организации, рассчитываемый как показатель натуральный логарифм выручки – **LnSales**;
- фактор, отражающий оборачиваемость собственного капитала, определяемый как коэффициент отдачи собственного капитала – **EqTurnover**;
- фактор оборачиваемости оборотных активов организации, рассчитываемый как коэффициент оборачиваемости оборотных активов – **CurATurnover**;
- фактор доходности совокупного капитала, определяемый как коэффициент рентабельности совокупного капитала – **ROE**;
- фактор доходности активов, где показатель – коэффициент рентабельности активов – **ROA**;
- фактор, отражающий структуру активов организации, рассчитываемый как доля основных средств в активах – **StrAssets**;
- фактор ликвидности активов организации, определяемый как коэффициент текущей ликвидности – **CurRatio**.

В ходе исследования был проведен корреляционно-регрессионный анализ влияния перечисленных выше факторов на структуру капитала рассматриваемых телекоммуникационных компаний.

Для определения детерминантов структуры капитала выбранных компаний были применены эконометрические модели с использованием метода множественной регрессии.

В качестве зависимой переменной (показателя структуры капитала) использовался коэффициент финансового рычага **L**, рассчитываемый как соотношение заемных и собственных средств организации.

Проведенные расчеты позволили сделать следующие выводы. Наименьшее влияние на соотношение собственного и заемного капитала оказывают фактор масштаба деятельности, фактор, отражающий структуру активов, фактор ликвидности активов, а также фактор доходности активов. Показатель корреляционной связи данных факторов и коэффициента финансового рычага не превышает 0,30.

Также была выявлена более сильная корреляционная зависимость между фактором оборачиваемости оборотных активов и показателем структуры капитала.

Наиболее значимым при формировании структуры капитала являются фактор доходности собственного капитала и фактор оборачиваемости собственного капитала.

По результатам проведенного исследования предлагается следующая эконометрическая модель влияния факторов на коэффициент финансового рычага:

$$L = \alpha + \beta_1 \text{LnSales} + \beta_2 \text{EqTurnover} + \beta_3 \text{CurATurnover} \quad (1)$$

Согласно представленным в табл. 1 данным, значимость критерия *F* меньше, чем допустимый уровень 5%. Это подтверждает надежных полученных уравнений регрессии, соответственно, полученные значения не случайны, они были сформированы под влиянием существенных факторов. Таким образом, подтверждается значимость модели и показателей тесноты связи.

Значение *R*-квадрата составляет 0,7990. Это достаточно высокий показатель, он означает, что рассматриваемая модель описывает 79,9% случаев.

Индекс множественной корреляции составляет 0,8939, что характеризует достаточно тесную связь финансово-рычага со всем рядом выбранных факторов.

Таблица 1

ОПИСАТЕЛЬНАЯ СТАТИСТИКА ВЫБОРКИ

Кoeffициенты	Значения
Множественный <i>R</i>	0,8939
<i>R</i> -квадрат	0,7990
Значимость <i>F</i>	0,0000000033

В результате произведенных расчетов было получено следующее уравнение регрессии:

$$L = 0.1153 \text{LnSales} + 2.3085 \text{EqTurnover} + 0.0517 \text{CurATurnover} \quad (2)$$

Корреляционная матрица представлена в табл. 2. Согласно полученным данным, наиболее существенным фактором является показатель оборачиваемости собственного капитала. В рамках данных исследования коэффициент оборачиваемости собственного капитала рассчитывается как отношение объема реализации продукции (выручки) к среднегодовой стоимости собственного капитала. Данный коэффициент показывает активность и скорость использования предприятием собственного капитала.

Таблица 2

КОРРЕЛЯЦИОННАЯ МАТРИЦА

Показатель	L	LnSales	EqTurnover	CurATurnover
<i>L</i>	1	-	-	-
<i>LnSales</i>	0,080365267	1	-	-
<i>EqTurnover</i>	0,892185527	0,032410825	1	-
<i>CurATurnover</i>	0,46554525	0,052854047	0,501867306	1

По результатам проведенных расчетов, наблюдается прямая зависимость между показателем оборачиваемости собственного капитала и уровнем финансового рычага: чем выше оборачиваемость собственных средств компании, тем больше заемных средств привлекается для финансирования деятельности компаний. Это свидетельствует о том, что чем выше уровень отдачи собственного капитала, тем больше заемных источников финансирования может привлечь компания. Таким образом, в рассматриваемом случае работает механизм финансового рычага: положительный эффект увеличения прибыли достигается с помощью использования заемных средств.

Кроме того, установлена зависимость между оборачиваемостью оборотных активов и уровнем финансового рычага. Коэффициент оборачиваемости оборотных активов, рассчитываемый как отношение объема реализации продукции (выручки) к среднегодовой стоимости оборотных средств предприятия, характеризует, сколько за один год оборотные активы совершили полный оборот и какой размер выручки они принесли. Чем выше значение коэффициента оборачиваемости оборотных активов, тем более результативно предприятие. В рамках данного исследования было выявлено, что увеличение количества оборотов оборотных средств сопровождается возрастающим объемом заемных средств. В связи с этим, можно сделать вывод о том, что чем эффективнее компания использует свои оборотные ресурсы, тем более она привлекательна для кредиторов.

Фактор масштаба бизнеса, определяемый как показатель натуральный логарифм выручки, не оказывает существенного влияния на формирование структуры источников финансирования исследуемых предприятий. Отсюда следует, что расширение бизнеса российских телекоммуникационных компаний происходит как за счет привлечения заемных источников, так и за счет использования собственного капитала.

Таким образом, в ходе данного исследования был проанализирован опыт формирования структуры капитала тридцати российских компаний телекоммуникационной отрасли, которая характеризуется значительным объемом привлекаемых инвестиций.

Исходя из полученных результатов, можно сделать вывод о том, что основным собственным источником финансирования является нераспределенная прибыль, величина которой формирует более половины собственного капитала рассматриваемых компаний. Однако исследуемые компании испытывают нехватку собственных источников финансирования, поэтому с целью расширения своей деятельности они привлекают все больший объем заемных средств. Об этом свидетельствует уменьшение доли собственного капитала анализируемых компаний на фоне роста их обязательств.

Структуру заемного капитала формируют долгосрочные и краткосрочные обязательства, соотношение которых приблизительно одинаковое. Значительный объем инвестиций в данную отрасль распределяется неравномерно по предприятиям: у одних компаний наблюдается значительная доля долгосрочных заемных ресурсов, у других – нехватка долгосрочного финансирования. Основное влияние на соотношение заемного и собственного капитала оказывает отдача собственного капитала. Также можно сделать вывод, что выше уровень рентабельности и отдачи собственного капитала, тем больше заемных источников финансирования может привлечь компания.

Щукина Татьяна Владимировна

Литература

1. Борисова О.В. Теоретические аспекты формирования и управления структурой капитала предприятия [Текст] / О.В. Борисова, Т.В. Щукина // Риск: ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. – 2013. – №2. – С. 220-224.
2. Елисеева И.И. Эконометрика [Текст]: учеб. / И.И. Елисеева. – М.: Финансы и статистика, 2007. – 576 с.
3. Обзор рынка: прямые и венчурные инвестиции в России [Текст]. // Аналитический сборник РАВИ. – 2013. – 218 с.
4. Розанова Н.Д. Конкуренция в телекоммуникационной отрасли: сетевой рынок в условиях продуктовой дифференциации [Текст] / Н.Д. Розанова, Д.А. Буличенко // TERRA ECONOMICUS. – 2011. – Т. 9; №1. – С. 17-32.
5. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс]: официальный сайт. Режим доступа: www.gks.ru.

Ключевые слова

Телекоммуникационная отрасль; структура капитала; источники финансирования; собственный капитал; заемный капитал; долгосрочные обязательства; нераспределенная прибыль; инвестиции; детерминанты структуры капитала.

РЕЦЕНЗИЯ

Статья Т.В. Щукиной посвящена исследованию особенностей формирования структуры капитала российских телекоммуникационных компаний.

Актуальность темы. Выбор структуры источников финансирования является одним из важных стратегических решений коммерческих предприятий. Структура капитала влияет на устойчивость их финансового положения и доходность деятельности, а также стоимость рассматриваемых компаний. Особый интерес представляет структура капитала компании телекоммуникационной отрасли, одной из лидирующих по объему инвестиций.

Автором проведена серьезная работа по исследованию структуры капитала российских телекоммуникационных компаний, выявлены основные источники их деятельности, проведена оценка влияния различных факторов на формирование структуры капитала. Практическая значимость статьи определяется тем, что полученные результаты разработанной модели позволяют более обоснованно принимать решения о формировании структуры источников финансирования российскими телекоммуникационными компаниями.

Научная статья Т.В. Щукиной «Особенности формирования структуры источников финансирования российских телекоммуникационных компаний» соответствует всем требованиям, предъявляемым к работам такого рода. Данная статья может быть рекомендована к публикации.

Борисова О.В., к.э.н., доцент кафедры «Финансовый менеджмент» Финансового университета при Правительстве РФ

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)