

выгодным в сравнении с наличными деньгами, за счет дополнительного дохода в виде начисляемых процентов [1].

Таким образом, необходимо отметить, что экономическая жизнеспособность системы платежей с использованием банковских карт связана с созданием условий, способствующих росту доверия пользователей данных инструментов к банковской системе в целом, это:

создание эффективной правовой базы защиты интересов участников расчетов;

обеспечение экономической безопасности путем совершенствования технологии расчетов, направленного на снижение уровня мошенничества по операциям с пластиковыми картами;

снижение расходов по обслуживанию пластиковых карт, основанное на масштабности проведения расчетных операций с их использованием;

точность, достоверность и доступность банковской информации, предоставляемой держателю банковской пластиковой карты.

В.С. Истомина

### КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ ПОДХОДЫ К АНАЛИЗУ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОМПАНИИ

*The characteristic of the basic indicators which help to estimate the capital structure of the company is resulted in this article.*

*Структура капитала* – специальный термин, обозначающий комбинацию (соотношение) собственного и заемного капитала, привлеченного для финансирования долгосрочного развития компании.

Структура капитала – важный стратегический параметр компании. Низкая доля заемного капитала означает недоиспользование потенциально более дешевого, чем собственный капитал, источника финансирования. Поэтому компания несет более высокие затраты на капитал, в связи с чем к доходности будущих инвестиций предъявляются завышенные требования. Однако если в структуре капитала преобладают заемные источники финансирования, то к доходности капитала предъявляются слишком высокие требования по причине роста вероятности неплатежей и рисков для инвестора. Кроме того, клиенты и поставщики компании, обнаружив у нее высокую долю заемных средств, могут начать искать более надежных партнеров, что приведет к падению доходов от реализации. В любом случае компания, привлекающая для своего долгосрочного развития заемный капитал, должна обеспечивать достижение интересов собственника и наращивать свою стоимость.

Как отмечает [1], повышенные затраты на капитал, которые возникают при недоиспользовании или, наоборот, при превалирующей доле заемных средств, создают препятствия для развития компании. Это проявляется в:

более высоких требованиях к доходности вложенного капитала, жестком и избирательном отборе инвестиций; отсутствии достаточной гибкости и маневренности в конкуренции в связи с дополнительными ограничениями на инвестиционные возможности;

усугублении конфликта интересов профессионального менеджмента и собственников (агентский конфликт), ослаблении дисциплинирующей функции долга.

Структура капитала может иметь случайный характер, а может быть результатом целенаправленного выбора. Однако такая целевая структура не всегда будет оптимальной, при которой достигается минимальное значение совокупных затрат на капитал, финансирующий долгосрочное развитие компании, или средневзвешенная стоимость капитала (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*).

Итак, положительные тенденции, складывающиеся на рынке платежных карт, несмотря на имеющиеся проблемы, позволяют строить оптимистичные прогнозы на ближайшую перспективу как по количественным, так и по качественным показателям. Дальнейшее сохранение активной маркетинговой политики кредитных организаций и платежных систем, расширение функциональности банковских продуктов с использованием платежных карт повысят популярность этого платежного инструмента у клиентов [4].

1. Воронин А. Платежные карты. Вести из «Космоса» // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2008. – № 6.

2. Кравчук О.М. Состояние рынка банковских карт в Амурской области // ГУ ЦБ РФ по Амурской области, 2009.

3. Сведения о банковских картах // Центральный банк Российской Федерации [Официальный сайт] 2009. <http://cbr.ru/region/>.

4. Форум «Экономические и социальные преимущества использования безналичных розничных платежей» // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2005. – № 12.

В связи с этим встают вопросы: как измерить (выразить) структуру капитала и определить разумное сочетание собственного и заемного капитала?

Ответы на них входят в компетенцию финансового директора компании.

Наиболее просто оценить, насколько выгодна структура используемого капитала для владельцев компании, можно с помощью показателей, используемых в ходе анализа финансовой отчетности. В группу показателей входят:

1. *Финансовый рычаг (леверидж)* в двух подходах:

а) доля всего заемного капитала в общем капитале компании  $\frac{D}{V}$  (финансовый рычаг в первом подходе);

б) как соотношение всего заемного и собственного капитала  $\frac{D}{S}$  (финансовый рычаг во втором подходе, или, по [4], коэффициент «квоты собственника»).

В том и другом случае используются балансовые оценки капитала.

2. Прибыль на акцию (*Earning per Share – EPS*):

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Количество обыкновенных акций в обращении}} \quad (1)$$

Показатель отражает уровень дохода, который устраивает владельца компании и дает ему возможность обсуждать и принимать решения, предлагаемые менеджментом.

3. Доходность (рентабельность) собственного капитала (*Return on Equity – ROE*):

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал в среднем за год по балансовой стоимости}} \quad (2)$$

Показатель выражает в относительных долях, как указывает [2], «счастье» собственников компании и позволяет им сравнить свой успех с достижениями тех, кто вложил средства в другие компании и отрасли.

Рост доли заемного капитала приведет к увеличению прибыли на акцию и рентабельности собственного капитала, что подтверждает благотворное влияние заемного финансирования.

4. Степень воздействия (эффект) финансового рычага (американский подход) (*Degree of Financial Leverage – DFL*):

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I - Div_{ps}} \quad (3)$$

где *EBIT* (*Earnings before Interest and Taxes*) – прибыль до выплаты процентов и налогов (операционная прибыль); *I* (*Interests*) – проценты по заемным средствам; *Div<sub>ps</sub>* (*Dividends of privileged share*) – дивиденды по привилегированным акциям.

$DFL$  показывает степень чувствительности прибыли на одну голосующую акцию от изменений операционной прибыли ( $EBIT$ ). Эта чувствительность зависит от принятых решений по поводу финансирования и следующих за ним необходимых выплат кредиторам и владельцам привилегированных акций. При каждом изменении операционной прибыли на 1% прибыль на голосующую акцию изменяется на  $n\%$ , или величину, равную значению коэффициента  $DFL$ , выраженной в процентах.

Таким образом, значение  $DFL$  можно вычислить, используя формулы (4) и (5):

$$DFL = \frac{\text{Процентное изменение прибыли на акцию}}{\text{Процентное изменение операционной прибыли}}, \quad (4)$$

или

$$DFL = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT}. \quad (5)$$

При данном объеме выпуска продукции и технологиях ее производства, при заданной бизнес-модели степень воздействия финансового рычага ( $DFL$ ) выше у компании, использующей, наряду с заемным финансированием, еще и привилегированные акции. Если финансового рычага в компании нет (т.е. компания «безрычаговая»), прибыль на акцию ( $EPS$ ) изменяется строго в соотношении 1:1 в сравнении с изменением операционной прибыли. Увеличение финансового рычага приведет к ускоренному росту прибыли на акцию. Однако если операционная прибыль начнет снижаться, степень воздействия финансового рычага станет отрицательной.

5. *Эффект (степень воздействия) сопряженного рычага* (метод наложения рычагов) отражает совместное влияние операционного и финансового рисков и показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль при изменении выручки от реализации на 1%.

При финансировании инвестиционного решения за счет заемных средств компания должна убедиться, сможет ли она повысить уровень долга, как изменится структура издержек и не увеличится ли ее операционный риск.

Операционный риск можно диагностировать с помощью коэффициента эластичности операционной прибыли, т.е. эффекта операционного рычага (*Degree of Operating Leverage – DOL*), рассчитываемого по формуле (6):

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta(Q \times P) / Q \times P} = \frac{\Delta(Q \times P - Q \times v - F) / (Q \times P - Q \times v - F)}{\Delta(Q \times P) / Q \times P}, \quad (6)$$

где  $Q$  – объем продаж продукции в натуральном выражении;  $P$  – цена за единицу продукции;  $Q \times P$  – выручка от реализации продукции;  $v$  – удельные переменные затраты;  $F$  – постоянные затраты.

$DOL$  показывает, на сколько процентов изменится операционная прибыль при изменении выручки на 1%. Чем выше доля постоянных затрат, тем больше эффект операционного рычага и тем чувствительнее прибыль к факторам операционного риска.

Расчет эффекта операционного риска можно вести по формуле (7):

$$DOL = \frac{MP}{EBIT}, \quad (7)$$

где  $MP$  (*Marginal Profit*) – маржинальный доход (разность между выручкой и переменными затратами).

Формула расчета эффекта сопряженного рычага (*Degree of Combined Leverage – DCL*) представляет собой произведение эффекта операционного рычага и степени воздействия финансового рычага:

$$DCL = DOL \times DFL = \frac{MP}{EBIT} \times \frac{EBIT}{EBIT - I - Div_{ps}} = \frac{MP}{EBIT - I - Div_{ps}}, \quad (8)$$

или (через процентное соотношение показателей):

$$DCL = DOL \times DFL = \frac{MP}{EBIT} \times \frac{EBIT}{EBIT - I - Div_{ps}} = \frac{MP}{EBIT - I - Div_{ps}}. \quad (9)$$

Рассмотренный набор показателей представляет традиционное (бухгалтерское [2]) видение политики финансирования компании, выбора ее структуры капитала. Практически все эти показатели сфокусированы на прибыли.

В дополнение к ним можно использовать *метод волатильности операционной прибыли (EBIT)*, который позволяет определить допустимый уровень заемных средств в структуре капитала компании, исходя из допустимой вероятности наступления банкротства [1, 5].

Для заданного значения вероятности банкротства определяется целевой уровень финансового рычага компании

$\left(\frac{D}{S}\right)$ . Если он больше максимально допустимого,

компания должна снизить его. В обратном случае рассматриваются варианты его повышения. Банкротство здесь рассматривается в простейшей форме – как неспособность компании осуществлять текущие выплаты по долгам, т.е. как вероятность того, что прибыли будет недостаточно для покрытия процентов по кредитам и займам и погашения текущей части долга. Поэтому выполнение приведенного ниже неравенства будет свидетельствовать о возникновении финансовых трудностей:

$$EBIT_t < DP_t, \quad (10)$$

где  $EBIT_t$  – прибыль до выплаты процентов и налогов в период времени  $t$ ;  $DP_t$  (*Debt Payment*) – долг и проценты, подлежащие уплате в период  $t$  (долговая нагрузка на прибыль).

К числу допущений этого метода относится то, что операционная прибыль  $EBIT$  нормально распределена и не зависит от структуры капитала, т.е. определяется внешними факторами, вытекающими из успеха бизнес-модели компании – технологией, эффективностью использования ресурсов, маркетингом, конъюнктурой рынка и т.д.

Вероятность наступления финансовых трудностей при заданном уровне долга определяется:

$$p = P(EBIT < DP) = \int_{-\infty}^{DP} f(EBIT) dEBIT. \quad (11)$$

Количественно вероятность рассчитывается по статистике, имеющей одностороннее обратное распределение Стьюдента с  $(n - 1)$  степенями свободы:

$$\frac{\overline{EBIT} - DP}{\sqrt{y^2}} / t_{n-1},$$

где  $\overline{EBIT}$  – средняя величина операционной прибыли за период  $n$ ;  $DP$  – показатель долговой нагрузки на прибыль;

$y^2$  – дисперсия прибыли  $\left(y^2 = \frac{\sum (EBIT_i - \overline{EBIT})^2}{n - 1}\right)$ ;  $n$  – количество периодов (лет), за которые известны значения прибыли.

В том случае, когда нужно определить допустимую величину долга, отталкиваются от порогового значения вероятности банкротства, применяя *следующий алгоритм*.

1. Задается приемлемая вероятность финансовых затруднений по таблице «Соответствие вероятности банкротства и кредитного рейтинга» [5] (приведена в приложении 4 книги Т. Тепловой «Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий» (М.: Вершина, 2007)).

2. Рассчитываются показатели  $\overline{EBIT}$  и  $y^2$  по финансовой отчетности за ряд последних лет работы компании. Полученные значения подставляются в формулу

$\frac{\overline{EBIT} - DP}{\sqrt{y^2}}$ , где неизвестной величиной является  $DP$ . Эта

### Соответствие вероятности банкротства и кредитного рейтинга

Кредитный рейтинг	Вероятность дефолта, %
D	75,0
C	60,0
СС	52,5
ССС	46,6
B-	32,5
B	26,4
B+	19,3
BB	12,2
BB+	7,3
BBB	2,3
A-	1,4
A	0,5
A+	0,4
AA	0,3
AAA	0,0

формула представляет собой значение функции одностороннего обратного распределения Стьюдента с  $(n - 1)$  степенями свободы от допустимой вероятности наступления финансовых трудностей. Например, если исследуемый период равен трем годам ( $n = 3$ ), а вероятность наступления банкротства равна 7,3% (рейтинг BB+), то значение  $t$ -статистики составит:  $t_{2 \times 0,073; 3-1} = 2,321355$  (найденно в Excel).

3. Исходя из найденной величины  $t$ -статистики, определяется показатель долговой нагрузки на прибыль ( $DP$ ):

$$DP = \overline{EBIT} - t_{\alpha, n-1} \times \sqrt{y^2}.$$

4. В соответствии с кредитным рейтингом (см. таблицу соответствия) оценивается спред доходности к безрисковой процентной ставке. Например, кредитному рейтингу BB+ соответствует спред 2%; тогда при безрисковой доходности в 8,5% требуемая доходность по заемному капиталу составит  $k_d = 10,5\%$ .

5. Рассчитывается максимально допустимая величина долга для компании, исходя из предпосылки, что заемный капитал задевается ею на бесконечном временном промежутке (по формуле бессрочного аннуитета):

$$PV_{debt} = DP/k_d \quad (12)$$

Далее при известной балансовой величине собственного капитала вычисляется финансовый рычаг как соотношение заемного капитала к собственному и как доля заемного капитала в общей его величине.

Недостатки рассмотренного метода в том, что: 1) в качестве исходных данных используются исторические значения прибыли, которые могут не соответствовать реальным перспективам развития компании; 2) модель плохо работает в ситуациях, когда бизнесу свойственна высокая волатильность прибыли; 3) не учитываются косвенные издержки банкротства, состоящие в утрате рыночных возможностей компании.

Для оценки степени риска невозможности обслуживать долги исследуется динамика не только показателя EBIT, но также EBITDA (прибыль до вычета процентов, налогов, амортизации основных средств и нематериальных активов – Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) или OCF (операционный денежный поток из отчета о движении денежных средств – Operating Cash Flow).

Нередко на практике величину заемного капитала ограничивают по отношению к величине активов, выручке, другим экономическим показателям. Например, как указывает [5], в ОАО «РЖД» целевое соотношение долга

к выручке в течение последних лет составляло 10%. Компании часто фиксируют целевое соотношение чистого долга (чистой задолженности) к величине EBITDA. При этом чистый долг рассчитывается как разность между величиной постоянно используемых заемных средств и денежных средств на счетах, в кассе. Коэффициент чистого долга показывает срок окупаемости долга по показателю EBITDA. Наиболее приемлемым считается значение не более 2, критическое значение – 4.

Кроме этого коэффициента, в финансовой политике компании фиксируют коэффициент покрытия процентов (Interests Cover Ratio – ICR), который рассчитывается как отношение EBITDA к годовым процентным платежам. Наиболее приемлемый уровень ICR составляет не менее 3.

Представленными показателями анализ структуры капитала не может быть ограничен, так как требуется определить, соответствует ли политика финансирования долгосрочного развития компании задаче роста ее стоимости, какое соотношение собственного и заемного капитала максимизирует рыночную стоимость компании.

Прежде всего необходимо скорректировать величину задействованного компанией капитала. Для этого, как отмечается в [5], производят две поправки отчетных балансов компании: из рассмотрения удаляют неработающие активы, которые не порождают денежных потоков (например, избыточные денежные средства), и краткосрочные обязательства, спонтанно, разово привлекаемые источники (беспроцентные обязательства компании: кредиторская задолженность, начисления по заработной плате и налогам).

Таким образом, в анализе структуры капитала не участвуют «короткие» деньги, взятые под проценты и расходуемые по назначению (на финансирование оборотных активов); компания не испытывает проблем в обслуживании этого вида задолженности. Исключение – те краткосрочные кредиты, которые становятся «длинными» деньгами (их используют не по прямому назначению) и выступают в качестве субститута долгосрочных кредитов. Обязательства такого вида не должны игнорироваться в количественном описании и анализе структуры капитала.

Величину задействованного капитала по балансовой оценке обозначим через  $CE$  (Capital Employed), капитал по рыночной оценке – через  $V$ :

$$CE = A - XCASH - OL = D + S, \quad (13)$$

где  $A$  – активы;  $XCASH$  – избыточные денежные средства (те, которые по различным причинам – не найдены эффективные инвестиционные проекты, неэффективное управление или ошибки менеджмента – не требуются для бесперебойного функционирования компании);  $OL$  – беспроцентные обязательства компании.

Показатель  $CE$  может также называться чистыми операционными активами (Net Operating Assets – NOA).

Количественное выражение финансового рычага тогда может оцениваться:

$$\frac{CE}{S}, \frac{D}{CE} \text{ – по балансовым оценкам;}$$

$$\frac{D}{S}, \frac{D}{V} \text{ – по рыночным оценкам.}$$

Как уже упоминалось, наличие заемного финансирования повышает показатель доходности собственного капитала (ROE), который превышает доходность активов (Return on Assets – ROA). Но такое превышение еще не говорит о том, что заемный капитал выгоден для собственников. Польза будет заметна только при определенных соотношениях между доходностью деятельности и процентной ставкой по кредитам и займам. Измерителем доходности деятельности выступает показатель ROCE (Return on Capital Employed) – отдача на инвестированный (или вложенный) капитал, который рассчитывается на базе посленалоговой операционной прибыли (Net Operating Profit after Tax – NOPAT):

$$NOPAT = NI + I + I \times t = EBIT(1 - t); \quad (14)$$

$$ROCE = \frac{NOPAT}{CE}, \quad (15)$$

где  $NI$  (*Net Income*) – чистая прибыль;  $I$  – проценты по заемному капиталу;  $t$  – ставка налога на прибыль.

Выгоден ли для собственника заемный капитал, можно узнать через зависимость доходности собственного капитала и операционной доходности вложенного капитала:

$$ROE = ROCE + (ROCE - k'_d) \frac{D}{S}, \quad (16)$$

где  $k'_d$  – посленалоговая ставка по кредитам и займам, равная произведению требуемой доходности по заемному капиталу на выражение  $(1 - t)$ .

Выражение  $(ROCE - k'_d) \frac{D}{S}$  получило название **эффекта финансового рычага** (в европейском подходе).

Таким образом, собственники получают выгоду в виде более высокой доходности при условии, если операционная доходность на вложенный капитал окажется выше, чем средняя ставка по привлеченному капиталу (с учетом налогового щита), т.е.  $ROCE > k'_d$ .

В условиях российской практики формула расчета эффекта финансового рычага должна быть видоизменена по причине ограничения на налоговый щит (налоговые льготы возникают только по ставкам заимствования, не превышающим ставку рефинансирования Банка России, увеличенную на коэффициент 1,5). Поэтому [5]:

$$DFL = (ROCE - k_{dn}(1 - t) - (k'_d - k_{dn})) \frac{D}{S}, \quad (17)$$

где  $k_{dn}$  – нормативная ставка процента по заимствованиям (произведение ставки рефинансирования и коэффициента 1,5). Ставка рефинансирования на сентябрь 2009 г. составляет 10,5%, тогда  $k_{dn} = 15,75\%$ .

С точки зрения роста стоимости компании анализ структуры капитала можно выполнить с помощью метода затрат на капитал, основная идея которого заключается в минимизации совокупных затрат на капитал (*WACC*). Инвестиционная стоимость компании рассматривается как сумма приведенных (дисконтированных) потоков денежных средств, которые инвесторы ожидают получить в будущем. Это означает признание невозможности немедленного получения ими ожидаемого дохода. Дисконтирование потоков платежей производится на основании альтернативной ставки утрачиваемого дохода. В этой ставке отражаются требуемые кредиторами ( $k'_d$ ) и требуемые собственниками ( $k_s$ ) минимальные ставки доходности. С учетом пропорций собственных и заемных средств в общей величине капитала требования к доходности, предъявляемые владельцами собственного и заемного капитала, воплощаются в средневзвешенных затратах на капитал (подробнее о *WACC* см.: Истомин В.С. Особенности расчета средневзвешенной стоимости капитала компании // Вестник АМГУ. – 2008. – № 43. – С. 120-125), рассчитываемых по формуле (18):

$$WACC = k_s \times \frac{S}{V} + (1 - t) \times k'_d \times \frac{D}{V}. \quad (18)$$

Ставка *WACC*, выступая барьерной планкой доходности для инвестиций, формирующих будущие потоки денежных средств и стоимость компании, должна быть покрыта заработанным доходом.

Оценить ставку затрат на собственный капитал ( $k_s$ ), которая зависит от финансового рычага, можно с помощью *SAPM*. Однако в российских условиях эта модель может быть применена с учетом ее модификаций. Пока-

зателем систематического риска акций компании является  $\beta$ -коэффициент. Предполагается, что изменение требуемой собственниками доходности связано только с ростом систематического (рыночного) риска компании, увеличение которого связано с ростом финансового рычага. Операционная прибыль от него не зависит.

Для определения ставки затрат на заемный капитал можно воспользоваться алгоритмом, базирующимся на ожидаемом кредитном рейтинге (рис. 1).



Рис. 1. Алгоритм нахождения стоимости заемного капитала с использованием кредитного рейтинга и коэффициента покрытия процентных платежей [1].

Однако проблема для российских компаний состоит в отсутствии достаточной статистики по определению кредитного рейтинга и небольшой диапазон рейтингов. Ведущими мировыми рейтинговыми агентствами рейтинги присвоены только трети российских эмитентов.

С ростом доли заемного капитала значение совокупных затрат на капитал (*WACC*) снижается, так как заемный капитал более дешевый и действует эффект экономии на налоге на прибыль; затем наступает перелом, и ставка *WACC* увеличивается. Оптимальное сочетание собственного и заемного капитала должно минимизировать значение *WACC*. Таким образом, управляющий персонал компании, нацеленный на рост ее стоимости, должен решать задачу финансирования ее долгосрочного развития так, чтобы вывести соотношение собственного и заемного капитала в зону оптимальности.

Поведение ставки совокупных затрат на капитал (*WACC*) отражено на рис. 2.

Серьезным допущением в этом методе считается то, что операционная прибыль не чувствительна к финансовому рычагу и относительно устойчива. Предполагается также, что компания не реализует инвестиционные проекты и вся годовая прибыль распределяется на дивиденды, рост финансового рычага реализуется через выкуп собственных акций из обращения за счет средств привлекаемых новых займов. Снижение финансового рычага осуществляется через дополнительную эмиссию акций и погашение кредитов и займов.

В случае, если компания долгосрочно арендует активы с отражением их за балансом, то арендный договор также выступает замещением прямого долгосрочного кредита, – следовательно, он должен быть приравнен к

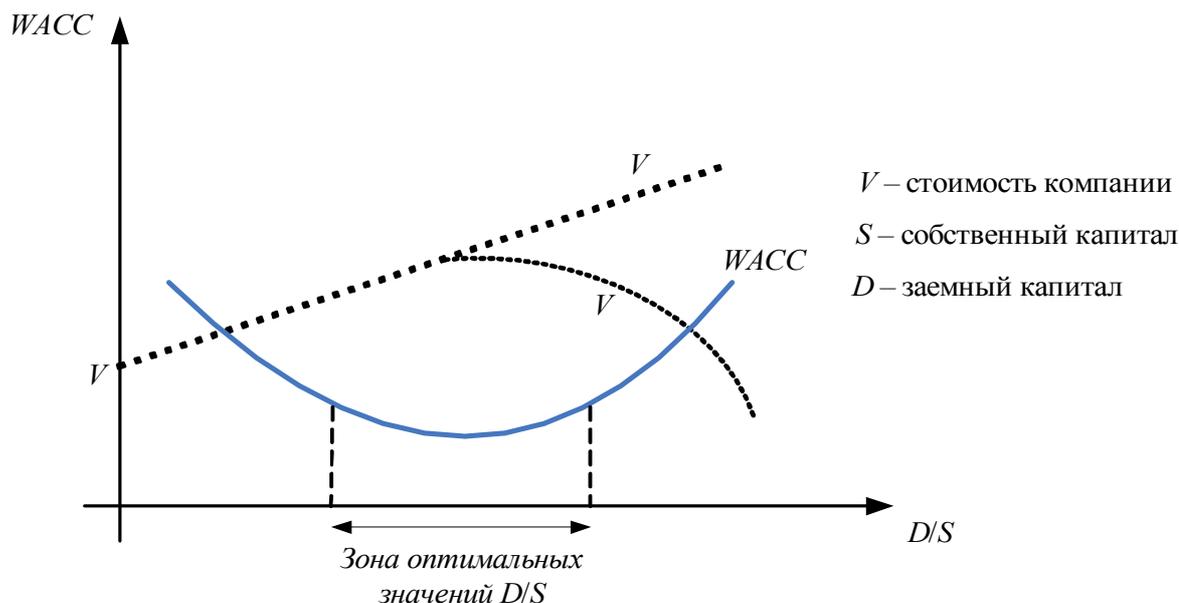


Рис. 2. Оптимальная структура капитала.

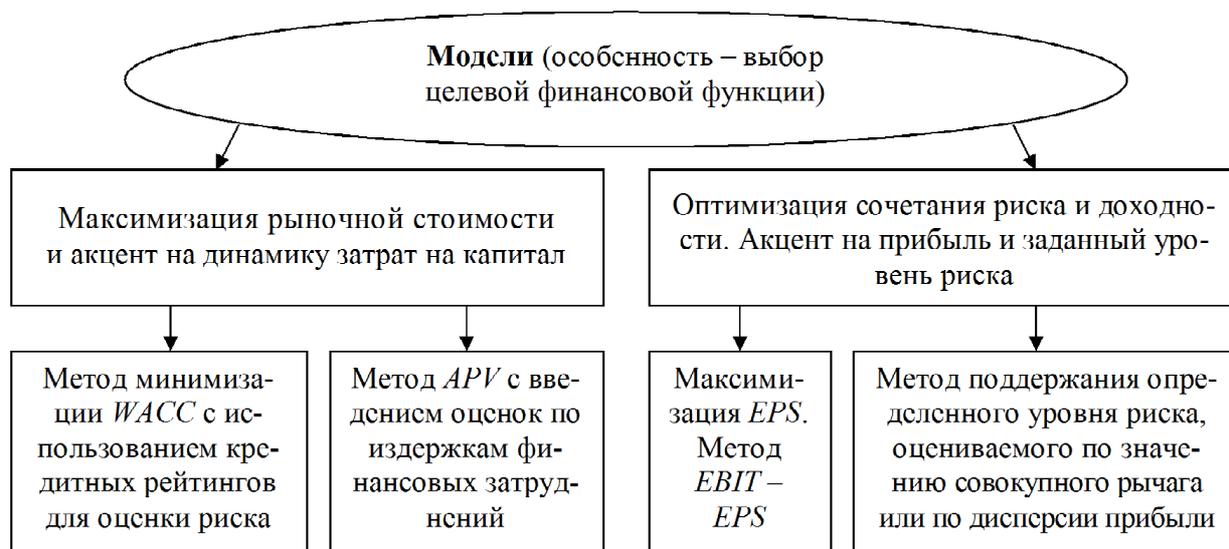


Рис. 3. Методы количественного обоснования уровня долговой нагрузки.

заемному капиталу. Поэтому необходимо скорректировать долю заемных средств и определить ставку затрат по этому виду источника  $k_d$  (в ее качестве может выступить рыночный процент по долгосрочным кредитам).

Предпосылка о максимизации рыночной стоимости компании заложена в модели  $APV$  (*Adjusted Present Value*), где внимание акцентируется на влиянии заемного капитала на величину налоговых выгод, прямые и косвенные издержки банкротства.

На рис. 3 отражены подходы к обоснованию структуры капитала, приемлемой для компании [5].

В заключение отметим, что количественные подходы к определению оптимальной структуры капитала не могут дать исчерпывающий ответ на вопрос – адекватна ли политика финансирования задаче роста стоимости компании. Необходимо учесть и проанализировать качественные факторы – такие как различная привлекательность источников финансирования для менеджмента, асимметрия информации, стадия жизненного цикла компании, необходимость сохранения финансовой гибкости и воп-

росы акционерного контроля над компанией, влияние стейкхолдеров (*stakeholders* – «заинтересованные стороны», к числу которых относятся клиенты, работники, поставщики оборудования и программного обеспечения, регулирующие органы и т.д.), которые могут негативно воспринимать наращивание компанией суммы долга, что может привести к снижению ее чистых денежных потоков при попытке увеличить финансовый рычаг.

1. Ивашковская И., Куприянов А. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компаний. – 2005. – № 2. – С. 34-38.

2. Ивашковская И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании // Управление компаний. – 2004. – № 18. – С. 18-21.

3. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент. – М.: Проспект, 2008.

4. Ли Ч.Ф. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Университетский учебник / Ч.Ф. Ли, Дж.И. Финнерти; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000.

5. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор: Учебно-практическое пособие. – М.: Юрайт, 2008.