

**ОЦЕНКА ОПТИМАЛЬНОСТИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА
АГРОПРОМЫШЛЕННОГО ХОЛДИНГА
(НА МАТЕРИАЛАХ АГРОХОЛДИНГА «МИРАТОРГ»)**

В.ЛИПАТНИКОВ, кандидат экономических наук доцент, департамент финансов, Санкт-Петербургский филиал ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Россия,

А.АЛЕКСАНДРОВ, студент, Санкт-Петербургский филиал ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Россия.

Ю.ВЕРТАКОВА, доктор экономических наук, профессор, директор, Курский филиал ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», г.Курск, Россия.

А.КАШИРЦЕВА, кандидат экономических наук, доцент кафедры региональной экономики и менеджмента, ФГБОУ ВО «Юго-Западный государственный университет», г. Курск, Россия.

АННОТАЦИЯ. Мировая практика показала, что большое значение для эффективности деятельности компаний имеет структура их капитала (соотношение заемного и собственного капитала). Использование заемных ресурсов позволяет компании активнее и эффективнее инвестировать в свой экономический рост и использовать благоприятную рыночную конъюнктуру. В статье выполнен анализ структуры капитала агропромышленного холдинга «Мираторг». «Мираторг» является одной из крупнейших агропромышленных компаний России и играет важную роль в АПК нашей страны, поэтому важно понимать, насколько эффективно сформирована структура его капитала. Была проведена оценка стоимости собственного и заемного капитала компании «Мираторг» и определена зависимость стоимости компании от величины заемного капитала. Было показано, что в течение большей части рассматриваемого периода (2012-2017 гг.) структура капитала компании не была оптимальной. Доля заемных средств в ней была слишком мала. Можно рекомендовать компании увеличить долю заемного финансирования, чтобы повысить эффективность своего бизнеса. Низкая доля заемного финансирования может быть связана с тем, что, будучи непубличной компанией, «Мираторг», формируя свой набор источников финансирования, исходит в том числе и из неэкономических критериев (сохранение независимости)

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: структура капитала, собственный капитал, заемный капитал, левверидж

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ:

- компания «Мираторг» недостаточно полно использует потенциал заемного финансирования;
- отказ от максимизации заемного финансирования может объясняться приоритетами владельцев компании, не желающих стать зависимыми от внешних кредиторов;
- недостаточное использование заемного финансирования может тормозить развитие исследуемой компании

Введение. Вопрос структуры капитала является одним из основополагающих в работе компании. Соотношение собственных и заемных средств показывает, насколько эффективно компания использует возможности займов для своего собственного роста. Также по структуре капитала можно судить о рискованности стратегии компании.

Агропромышленный холдинг «Мираторг» (далее «Мираторг») является одной из ведущих компаний российского АПК. «Мираторг»

активно инвестирует в различные направления аграрного производства и в смежные виды деятельности (переработка мяса, производство замороженных овощей и готовых блюд, продовольственная розница, общественное питание, логистика и т.д.). «Мираторг» занимается инновационной деятельностью, в частности, цифровизацией сельского хозяйства. Масштаб его деятельности позволяет говорить о системообразующем значении данной компании для отечественного АПК.

Эта компания играет важную роль на рынке продовольствия нашей страны, вносит весомый вклад в обеспечение национальной продовольственной безопасности и активно участвует в реализации стратегии аграрного импортозамещения.

Принимая во внимание системообразующую роль «Мираторга», повышение эффективности функционирования этой компании важно для повышения эффективности отечественного агропромышленного комплекса в целом. С учетом того, что эффективность компании зависит в том числе и от структуры ее капитала [15,16,17], определение оптимальной структуры капитала «Мираторга» имеет прикладное значение.

Цель исследования: оценка оптимальности баланса собственных и заемных средств холдинга «Мираторг».

Методология. Под структурой капитала понимают отношение заемных финансовых средств к акционерному (собственному) капиталу [2,14,15,16]. Основные достоинства и недостатки каждого вида финансирования представлены в табл. 1.

Таблица 1 - Сравнительный анализ преимуществ и недостатков собственного и заемного капитала

	Собственный капитал	Заемный капитал
Преимущества	- простота привлечения; - нет необходимости выплачивать проценты по займам; - нет риска банкротства из-за неспособности выполнить свои обязательства	- разнообразие форм привлечения; - большой объем доступных ресурсов; - наличие налогового щита
Недостатки	- ограниченные возможности финансирования; - ограничение возможности развития компании; - высокая стоимость привлечения	- риски банкротства при повышении стоимости заемных средств; - наличие обязательных платежей; - сложность привлечения

Соотношение собственного и заемного капитала в компании может быть различным. Оптимизация структуры капитала зависит от целей, которые ставит перед собой компания, будь то минимизация финансовых рисков или максимизация уровня рентабельности. Под оптимизацией мы понимаем поиск баланса между этими целями, ведь если сконцентрироваться на одной цели, то можно забыть про другую. Одним из наиболее применимых на практике методов считается метод минимизации стоимости капитала, учитывающий большинство важных для оптимизации факторов.

Под итоговым значением стоимости капитала мы будем понимать средневзвешенную стоимость капитала (*WACC*), состоящую из

собственного и заемного капиталов с учетом их весов в общей массе капитала.

$$WACC = \sum_1^n k_i \cdot C_i,$$

где $WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала,

k_i – доля источника капитала i в общем капитале,

C_i – стоимость источника капитала i ,

n – количество источников финансирования.

Стоимость заемного финансирования, при отсутствии точной информации о ней, может быть определена по формуле:

$$r_d = r_f + DM,$$

где r_d – стоимость заемного капитала фирмы,

r_f – ставка доходности по безрисковым операциям,

DM – надбавка за риск неплатежей.

Из множества существующих методов для оценки стоимости собственного капитала компании наибольшее распространение получили различные вариации CAPM модели, такие как модель Гордона, модель оценки доходности финансовых активов и другие модели, использующие дисконтирование дивидендов. Эта модель (и ее разновидности) будет рассмотрена ниже.

Источником данных для исследования послужили сайт Асвата Дамодарана [19], сайт Центрального Банка Российской Федерации [20], сайт по инфляции [5], а также информационная база по компаниям Rusprofile [18].

Основные результаты. «Мираторг» – ведущий производитель и поставщик мяса на российском рынке. В производстве свинины компания опережает своего ближайшего конкурента более чем в два раза, также является лидером по производству говядины в России. В число направлений деятельности холдинга входят растениеводство, производство кормов, производство говядины, свиноводство, птицеводство, выпуск полуфабрикатов, замороженных овощей и готовых блюд, мясопереработка. Кроме того, компания занимается логистикой и дистрибуцией (она владеет собственным логистическим оператором), розничной торговлей (есть своя сеть для торговли собственной продукцией, представленная в семи российских регионах) и общественным питанием (собственная сеть бургерных). Таким образом, «Мираторг» в своей модели ведения бизнеса следует типичной для постсоветской тенденции максимальной концентрации всей агропроизводственной цепочки от поля до конечного потребителя под единым владельческим и управленческим контролем [6,7] (отказываясь от получивших широкое распространение за рубежом сетевых моделей организации аграрного бизнеса [7]). Отметим, что такая модель позволяет наиболее эффективно совершить рывок на рынке (что важно в ситуации импортозамещения) [1,10], однако может создавать риски для устойчивости АПК в целом (а также социальные риски) [4].

Компания ежегодно увеличивает объем выпускаемой продукции, например объемы производства свинины с 2015 г. выросли почти в 3 раза. Кроме того, компания придерживается мировых экологических стандартов. По заявлению «Мираторга», они выращивают животных без применения антибиотиков и гормонов роста, что говорит о том, что их продукция не содержит ГМО.

АПХ «Мираторг» является одной из самых технологичных компаний России. Они применяют такие технологии, как: автоматическое поддержание микроклимата, уровня освещенности, автоматизированную подачу корма и воды, применение роботов и автоматизированных линий производства, что позволяет им гарантировать стабильное качество продукции.

Следствием всего вышеописанного является лидерство компании во многих областях своей деятельности, а полный цикл производства «от поля до прилавка», включающий в себя все циклы производства, будь то производство комбикорма, непосредственное выращивание животных, мясопереработка и доведение продукции до конечного потребителя посредством реализации в собственных розничных магазинах, либо через розничные сети, выступая в качестве дистрибьютора, позволяет поставлять качественную продукцию по максимально низким ценам.

Анализ отчетности компании показывает следующее:

- в структуре активов компании преобладают внеоборотные активы над оборотными примерно в соотношении 4:1, со временем их соотношение слабо изменяется, при этом активы в целом растут. Это говорит о том, что компания вкладывает много денег в основные средства, будь то перерабатывающее производство, оборудование, новые сельскохозяйственные угодья.

- доля краткосрочных обязательств практически 100% в структуре обязательств. Это говорит о том, что компания никогда не берет займы на длительный срок.

- пассивы компании тоже постоянно растут. Собственный капитал постоянно увеличивает свою долю, что приводит к меньшим рискам.

- компания постепенно наращивает чистую прибыль, рекордным годом стал 2015 г., когда ввели санкции против России. С каждым годом растет выручка, что является показателем развития профильной области холдинга – производство и реализация сельскохозяйственной продукции.

Исходя из модели CAPM, чтобы рассчитать стоимость собственного капитала, нужно использовать следующую формулу:

$$r_e = r_f + \beta_i(\overline{r_m} - r_f),$$

где r_e – стоимость собственного капитала;

r_f – безрисковая ставка,

β_i – бета-коэффициент, мера систематического риска, связанная с зависимостью ставки доходности капитала от рынка в целом,

$\overline{r_m}$ – ожидаемая среднерыночная ставка доходности.

При расчете безрисковой ставки мы используем методику, разработанную Московской Биржей и Банком России [20]. Согласно данной методике, безрисковая ставка будет равна значениям бескупонной доходности по облигациям федерального займа, самым надежным инструментом на финансовом рынке. Мы будем использовать в качестве значения безрисковой ставки бескупонную доходность облигаций сроком в 10 лет. По данным официального сайта Банка России, на 08.05.2019 данное значение равно 8,23% [20].

Мы будем использовать усредненный бета-коэффициент по отрасли из расчетов Асвата Дамодарана [19], равный 0,83. Также при

расчетах необходимо делать корректировку на величину финансового риска в соответствии с формулой Хамада:

$$\beta_d = \beta_i \left(1 + \frac{D}{E} (1 - \tau) \right),$$

где β_d – рычаговый бета-коэффициент,

β_i – безрычаговый бета-коэффициент,

D – величина заемного капитала,

E – величина собственного капитала,

τ – ставка налога на прибыль, равная в России 20%.

Используя формулу ниже, находим безрычаговые (долговая нагрузка равна 0) значения бета-коэффициента.

$$\beta_{\text{безрычаговой}} = \beta_{\text{текущий}} / (1 + (1 - T) \cdot (D/E)),$$

где T – налоговая ставка, равная 20%;

D/E – отношение заемных средств к собственным, за исследуемый срок для «Мираторга» данное значение бета-коэффициента мы получили значение, равное 0,376. Далее мы делаем поправку на риски и согласно формуле Хамады, уже упомянутой ранее, рассчитываем рычаговые бета-коэффициенты.

$$\beta_{\text{рычаговой}} = \beta_{\text{безрычаговой}} \cdot (1 + (1 - T) \cdot (D/E)).$$

Полученные значения для каждого соотношения заемного и собственного капиталов представлены ниже в таблице 2.

Таблица 2 - Рычаговые бета-коэффициенты

D/E	Коэффициент финансового левериджа, %	Значения ρ
0	0	0,376
10	11,11	0,409
20	25	0,451
30	42,86	0,504
40	66,67	0,576
50	100	0,676
60	150	0,827
70	233,33	1,077
80	400	1,579
90	900	3,083

Теперь найдем остальные значения коэффициентов, необходимые нам для проведения расчетов стоимости собственного капитала. Чтобы рассчитать премию за риск, мы используем разницу между доходностью 15-летних ОФЗ и доходностью облигаций компании ООО «Мираторг Финанс». В нашем случае премия за риск достаточно небольшая, 1,57%. Исторической премией за риск считается 6,32%.

Таким образом, для оценки собственного капитала по модели CAPM есть все необходимые параметры, далее рассмотрим другие, модифицированные относительно основной, модели.

Мы также рассмотрели модифицированные варианты модели CAPM, а именно модель спреда дефолта, CAPM Goldman Sachs и модель суверенного риска дефолта.

Модель спреда дефолта рассчитывается путем сложения значения безрисковой ставки, найденной ранее, с бета-коэффициентом, скорректированным на историческую премию за риск, и спредом дефолта экономики, рассчитываемого исходя из международного кредитного рейтинга страны Moody's, в которой находится компания. Формула для расчета выглядит следующим образом:

$$R_e = r_f + \beta_0 \cdot \text{премия за риск (историч.)} + \text{rate},$$

где R_e – ожидаемая ставка доходности на собственный капитал;
 Rate – спрэд дефолта для экономики.

Изменчивыми во времени остаются только безрисковая ставка и спрэд риска дефолта.

Модель CAPM Goldman Sachs характерна для стран Восточной Европы, к которым как раз можно отнести Россию. Для расчетов по модели используется данная формула:

$$R_e = r_f + (r_s + \beta \cdot (S_b/S_u) \cdot E_u \cdot (1-A)),$$

где r_s - спрэд доходностей государственных облигаций США и развивающейся страны;

S_b - изменчивость индекса фондового рынка развивающейся страны;

S_u - изменчивость индекса фондового рынка США;

E_u - рыночная премия за риск для условий США;

A - коэффициент корреляции рынков государственных облигаций и фондового рынка развивающейся страны.

Значение безрисковой ставки мы берем уже рассчитанное ранее, спрэд доходностей гособлигаций США и России равен 1,883. Для расчета использовались индексы S&P500, RTSI (PTC), MICEX и DJIA (Индекс Доу-Джонса). Отклонения по S&P500 и DJIA составляет 1,24%, по RTSI и MICEX – 2,22%.

Премия за риск в США составляет 5,51%. Чтобы найти значение A мы проанализируем корреляцию ежедневных доходностей гособлигаций индекса PTC и индекса Московской Биржи. Мы будем использовать значение корреляции, равное 0,021.

Последней моделью, рассмотренной в этой работе, будет модель суверенного риска дефолта, дающая корректировку на уровень инфляции в России и США. Вычисления будут проводиться по формуле:

$$R_e = (r_f + \beta_0 \cdot \text{Премия за риск (историч.)} + R_{\text{суб}}) \cdot R_{\text{инфл}},$$

где $R_{\text{суб}}$ - премия за суверенный риск (дополнительная доходность за счет более волатильных российских индексов). Для PTC $4,08\% = 5,51 \cdot 1,741 - 5,51\%$;

$R_{\text{инфл}}$ - корректировка на уровень инфляции в России и США [5].

Анализ показал, что самая высокая доходность у модели CAPM Goldman Sachs, в то время как самая низкая у классической вариации модели. Это можно объяснить тем, что в модифицированных моделях присутствуют дополнительные параметры учета риска. В целом среднее значение требуемой доходности находится на уровне 14-16%. В последние годы мы можем наблюдать снижение требуемой доходности, что может объясняться тем, что премия за риск в России снижается.

Информацию по изменению левиреджа в холдинге «Мираторг» за 2012-2017 гг. мы можем найти на графике 1.

Доля заемных средств в компании с каждым годом уменьшается. Для привлечения средств в холдинг используется выпуск облигаций через внутреннюю компанию ООО «Мираторг Финанс». Мы будем использовать процентную ставку по облигациям.

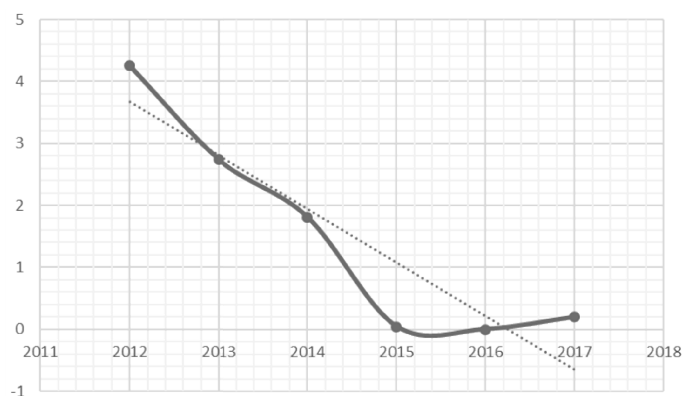


Рисунок 1 - Коэффициент финансового левериджа холдинга «Мираторг»

Для расчета средневзвешенной стоимости капитала необходимым компонентом является доходность по заемному капиталу. Стоимость заемных средств можно оценить по следующей формуле:

$$R_d = r_f + r_{сув} + спред_{коэф. покр.} \cdot \beta_{рыч}$$

где R_d – доходность заемного капитала;

r_f – безрисковая ставка (равна доходности по государственным облигациям РФ);

$r_{сув}$ – премия за страновой риск (суверенный риск);

$спред_{коэф. покр.}$ – спред коэффициента покрытия, определяемого по Дамодорану [3] (для каждого значения коэффициента характерна та или иная надбавка);

$\beta_{рыч}$ – рычаговые бета-коэффициенты.

Теперь мы посчитали коэффициенты покрытия процентов для «Мираторга» за исследуемый период. Рассчитывается данный коэффициент как отношение прибыли от продаж к процентам, которые платит компания по своему заемному капиталу. Как и все остальные данные, эти были взяты из отчетности эмитента.

Анализ показал, что в целом стоимость заемного капитала держится в диапазоне 10-15%. Пик значений приходится на 2015 г. Именно на этот период пришлось максимальное повышение ключевой ставки Банка России. С увеличением долговой нагрузки увеличивается и стоимость заемного капитала, но разница очень незначительна, так как у «Мираторга» высокие коэффициенты покрытия процентов, и поэтому спред минимальный. Данная модель достаточно чувствительна к изменениям условий рынка и будет использована для дальнейшего анализа.

Так как у нас только два источника средств компании: собственный и заемный капитал, для расчета средневзвешенной стоимости капитала мы будем использовать частную формулу:

$$WACC = r_d (1 - \tau) \cdot \frac{D}{D+E} + r_e \cdot \frac{E}{D+E}$$

где D – рыночная стоимость обязательств компании;

E – рыночная стоимость собственного капитала;

r_d – требуемая доходность по заемному капиталу;

r_e – требуемая доходность по собственному капиталу;

τ – ставка налога на прибыль (20%).

r_d и r_e были рассчитаны ранее, D и E для расчетов были взяты из отчетности «Мираторга».

Мы выберем модель суверенного риска дефолта для дальнейшей работы, поскольку она более стабильна, чем модель спреда дефолта, а ее оптимальное соотношение заемных средств к общему капиталу несколько меньше, чем у модели Goldman Sachs, что может помочь избежать лишних рисков.

На стоимость компании также влияет и доля заемного капитала. Чтобы выявить оптимальное соотношение заемных средств к капиталу в холдинге «Мираторг», рассмотрим влияние данного фактора на стоимость компании на примере рекордного 2015 г. Стоимость компании была рассчитана в качестве отношения свободного денежного потока фирмы к стоимости капитала согласно модели суверенного риска дефолта (см. рис. 2).

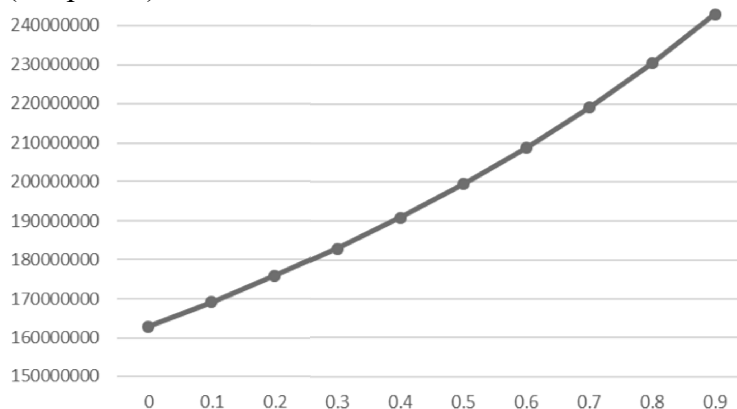


Рисунок 2 - Зависимость стоимости компании от долговой нагрузки, холдинг «Мираторг», 2015 г.

В данном случае мы определяем оптимальную структуру капитала как 60% заемных средств и 40% собственных. Данное соотношение является оптимальным с точки зрения рисков компании.

Рассчитаем текущую стоимость «Мираторга» по следующей формуле:

$$FCFF = ЧДСОД + KB,$$

где ЧДСОД - чистые денежные средства от операционной деятельности;

KB - капитальные вложения.

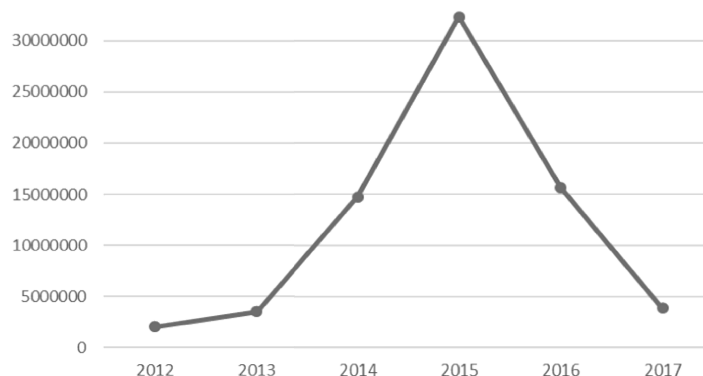


Рисунок 3 - Свободный денежный поток, холдинг «Мираторг», 2012-2017 гг.

По данной формуле был рассчитан свободный денежный поток холдинга «Мираторг» за 2012-2017 гг. Результаты мы можем видеть на графике (см. рис. 3).

Далее мы рассчитаем текущую стоимость компании «Мираторг» при помощи формулы:

$$Value = FCFF_i / WACC_{il},$$

где $Value$ – текущая стоимость компании;

$FCFF_i$ – свободный денежный поток за год i ;

$WACC_{il}$ – средневзвешенная стоимость капитала за год i при долговой нагрузке l .

Последним этапом нашего анализа является расчет и построение графика отклонения стоимости компании с текущим леввериджем от стоимости с оптимальным леввериджем. Для этого также пользуемся данными, полученными в предыдущих вычислениях, и значениями $WACC$, построенными на основе модели суверенного риска дефолта (см. рис. 4).



Рисунок 4 - Отклонения стоимости холдинга «Мираторг» с текущими обязательствами от стоимости при оптимальном левверидже, 2012-2017 гг.

График, отображающий разницу между стоимостью капитала при текущей долговой нагрузке и стоимостью при оптимальном значении леввериджа, говорит о том, что большую часть времени компания была сильно недооценена, и менеджмент компании неэффективно использовал возможности для привлечения заемных средств, что могло бы значительно ускорить рост финансовых показателей компании. Таким образом, за период 2012-2017 гг. соотношение заемного и собственного капитала было неоптимальным.

Обсуждение. Причинами выявленной неоптимальности структуры капитала могут быть:

- высокая стоимость привлечения заемного финансирования в анализируемый период;

- сложность привлечения заемного финансирования в данный период. В частности, хотя реализация аграрного импортозамещения повысила привлекательность предприятий АПК для банков, тем не менее, сельскохозяйственные компании мало интересны для банковского сектора России из-за особенностей аграрного бизнеса;

- специфические приоритеты владельцев «Мираторга». Поскольку «Мираторг» не является акционерным обществом и не торгу-

ется на бирже (в отличие, например, от другого лидера российского АПК – ПАО «Черкизово» [8,9]), задача максимизации стоимости компании могла быть не приоритетной для собственников, которые, таким образом, формировали баланс собственных и заемных средств по иному, чем стоимость бизнеса, критериям (например, минимизация рисков).

Однако если исходить из того, что стоимость бизнеса отражает его эффективность [11,13], а также с учетом того, что привлечение долгового финансирования может благоприятно отразиться на финансовых результатах компании, можно было бы рекомендовать владельцам «Мираторга» более пристально рассматривать возможность использования заемных средств для развития.

Интересно отметить, что ситуация со стоимостью компании стабилизировалась к 2017 г. Именно на этот период приходится в целом восстановление российской экономики после кризисных событий 2014 г. (что, в частности, демонстрируется стабилизацией финансовых показателей смежной с АПК отрасли продовольственного ритейла к 2017 г. [12]).

Заключение. Анализ отчетности и проведенное на ее основе моделирование структуры баланса заемных и собственных средств в капитале компании «Мираторг» позволяют нам утверждать, что, несмотря на положительное влияние заемного финансирования на стоимость компании и на ее финансовые показатели, весь потенциал использования заемного финансирования в интересах развития бизнеса «Мираторга» не реализуется. В течение значительной части рассмотренного нами в работе периода (2012-2017 гг.) баланс собственного и заемного финансирования не был оптимальным.

Будучи частной компанией, «Мираторг» не столь заинтересован в наращивании своей стоимости, как публичные компании. Вероятно, более значимым приоритетом выступает снижение зависимости от источников заемного финансирования. Однако такой частный подход, вероятно, несколько тормозит развитие компании.

В качестве рекомендации мы можем указать на целесообразность расширения заемного финансирования в деятельности «Мираторга».

Список источников:

1. Агафонов, П.В. Импортозамещение за крупными сельскохозяйственными организациями [Текст] / П.В. Агафонов // Экономика сельского хозяйства России. – 2017. – №4. – С.20-23.
2. Бланк, И.А. Финансовый менеджмент [Текст] / И.А. Бланк // Учеб. курс. - 2-е изд., перераб. и доп. - К.: Эльга, Ника-Центр, 2007. - 521 с.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. - М: Альпина Паблишер. - 2011. – 1316 с.
4. Социально-экономические противоречия процесса концентрации зернового производства в Белгородской области [Текст] / А.И. Добрунова, Д.Ю.Чугай, Е.А. Иголка // Наука Красноярья. – 2018. – Т.7. – №4. – С.27-48.
5. Индекс инфляции [Электронный ресурс] – Электрон. дан. – Информационный интернет – портал <http://fin-plus.ru>. – Режим доступа: http://fin-plus.ru/ru/info/inflation_index
6. Котляров, И.Д. Вертикально кооперированные агропромышленные организации в сельском хозяйстве стран СНГ [Текст] / И.Д. Котляров // Международный научно - производственный журнал «Экономика АПК». - 2016. - № 10. - С. 89-94.
7. Котляров, И.Д. Развитие экспорта российской сельскохозяйственной продук-

- ции на основе сетевого сотрудничества в АПК [Текст] / И.Д. Котляров // Экономика сельского хозяйства России. – 2018. – №2. – С.76-84.
8. Факторы стоимости компании продовольственного сектора (на примере ПАО «Черкизово») [Текст] / В.С. Липатников, С.Г. Сушич // АПК: экономика, управление. – 2018. – № 12. – С. 80-87.
9. Оценка эффективности компании продовольственного сектора экономики [Текст] / В.С. Липатников, С.Г. Сушич // Экономика, труд, управление в сельском хозяйстве. – 2018. – №11. – С.79-85.
10. Миндлин, Ю.Б. Оптимальная модель функционирования отрасли овощеводства: вертикальная интеграция, аграрные фильеры, кластеры / Ю.Б. Миндлин // Овощи России. - 2016. - №3.- С.92-97.
11. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании [Текст] / В.В. Назарова, Д.С. Бирюкова // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2014. – №3. – С.393-414.
12. Анализ рентабельности компаний продовольственного сетевого ритейла [Текст] / В.В. Назарова, В.А. Гальченко // Экономика, труд, управление в сельском хозяйстве. – 2018. – №5. – С. 33-40.
13. Чем управляют в экономике: стоимостью или ценностью? К вопросу об отечественной интерпретации концепции «Value Based Management» [Текст] / О.Е. Пирогова, В.А. Плотноков // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. - 2017. - №6(108).- С.13-18.
14. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы: учебник для бакалавров / Т.В. Теплова. – М.: Издательство Юрайт, 2014. – 655 с..
15. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, М.Н. Miller // The American Economic Review. – Jun., 1958. – Volume 48, No. 3.
16. Myers S. C. Capital structure //The Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Т. 15. – № 2. – С. 81-102.
17. Pirogova O., Plotnikov V. Impact of company capital structure on of its value growth estimation // SHS Web of Conferences. 2017. Volume 35. Article 01053. DOI: 10.1051/shsconf/20173501053.
18. Сайт: База данных компаний https://www.rusprofile.ru/accounting?ogrn=1077763208874#xblock_6
19. Сайт: Ресурс Асвата Дамодарана http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
20. Сайт: ЦБ РФ - <http://www.cbr.ru/>

ABSTRACT. The world practice shows that the capital structure (proportion of own and debt capital) is important for company's efficiency. Debt finance allows the company to invest in its growth more actively and with higher efficiency and to use the favourable situation on the market. The paper contains an analysis of the structure of the capital of the agro-industrial holding "Miratorg". The importance of this task is based on the big size of this company and on the huge part it plays in the Russian agro-industrial complex. This is why it is very important to create conditions for effective functioning of this company, and optimization of the capital structure is one of the tools that can be used to reach this goal. The evaluation of the cost of own and debt capital of the "Miratorg" company was made. A dependence of the capital value from the size of the debt capital was identified. It is demonstrated that during most of the period 2012-2017 the capital structure was not optimal. The part of the debt capital was too small. We can recommend increasing the share of the debt finance in order to improve the efficiency of this company. The low share of the debt finance can be explained by the fact that "Miratorg" is not a public company and can be interested in non-economic goals (financial independence).

KEYWORDS: capital structure, own capital, debt capital, leverage

Контактный адрес. Липатников Виталий Сергеевич, e-mail: lipatnikov@hse.ru, Александров Антон Алексеевич, Вертакова Юлия Владимировна, vertakova7@ya.ru, Каширцева Анна Юрьевна, reandm@rambler.ru
