Министерство образования и науки Российской Федерации
Федеральное государственное автономное образовательное
учреждение высшего образования
«Южно-Уральский государственный университет
(Национальный исследовательский университет)»
Институт открытого и дистанционного образования
Кафедра «Управление и право»

ПРОЕКТ ПРОВЕРЕН
Рецензент
_____
_____
_____ 2018 г.

ДОПУСТИТЬ К ЗАЩИТЕ
Заведующий кафедрой
_____А.А. Демин
23января 2018 г.

Оптимизация структуры капитала предприятия

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯРАБОТА
ЮУрГУ – 38.04.01.2018.81047. ВКР

Руководитель проекта
заведующий кафедрой УиП
_____А.А. Демин
19 января 2018 г.
Автор проекта
студент группы ДО–380
_____ К.В. Додонов
19 января 2018 г.
Нормоконтролер
ст. преподаватель кафедры УиП
_____ Е.Н. Бородина
22 января 2018 г.

Челябинск 2018

АННОТАЦИЯ

Додонов К.В. Оптимизация структуры капитала предприятия. – Челябинск: ЮУрГУ, ДО–380, 2018, 83 с., 11 табл., 10 рисунков, библиогр. список – 70 наим.

Объектом диссертационной работы является капитал предприятия.

Цель диссертационной работы – разработка мероприятий по управлению и оптимизации капитала предприятия.

В работе выявлены теоретические подходы к управлению структурой капитала предприятия, определены критерии оптимизации структуры капитала предприятия, определены механизмы влияния структуры капитала на эффективность деятельности предприятия, разработаны методики оценки структуры капитала предприятия, определено влияние структуры капитала на эффективность деятельности предприятия, определена модель оптимизации структуры капитала предприятия, разработана оптимальная политика управления структурой капитала предприятия.

Результаты диссертационной работы имеют практическую значимость и могут применяться при разработке оптимальной политики управления структурой капитала предприятия.

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ……..…….... 6
1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЛИЯНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕБИТОРСКОЙ И КРЕДИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ НА ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ……..…….. 7
1.1 Теоретические подходы к управлению структурой капитала предприятия..... 7
1.2 Критерии оптимизации структуры капитала предприятия…..……..… 19
2 МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ……..... 27
2.1 Механизм влияния структуры капитала на эффективность деятельности предприятия…… 27
2.2 Методика оценки структуры капитала предприятия…..…….. 39
3 ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ..... 50
3.1 Оценка влияния структуры капитала на эффективность деятельности предприятия…… 50
3.2 Модель оптимизации структуры капитала предприятия.……..... 55
3.3 Оптимальная политика управления структурой капитала предприятия..... 64
ЗАКЛЮЧЕНИЕ…… 75
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК……..… 79

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы. Частный капитал организации снижается из-за амортизации основных фондов, а заемные средства при неэффективном ведении бизнеса не могут решить проблемы в долгосрочной перспективе. При разумных затратах из прибыли в предприятие, всегда можно обходиться без заемных средств. При других обстоятельствах предприятие становится убыточным, а банки лишь наживаются на закредитованности, либо имея любой кредит необходимо прибыль распределять эффективнее, для того чтобы быстрее погасить долг без ущерба для социальных обязательств и операционной деятельности.

Объект – капитал фирмы.

Предмет работы – влияние структуры капитала на эффективность деятельности фирмы.

Цель – разработка мероприятий по управлению и оптимизации капитала предприятия.

Задачи работы:

1) выявить теоретические подходы к управлению структурой капитала предприятия;
2) определить критерии оптимизации структуры капитала предприятия;
3) определить механизм влияния структуры капитала на эффективность деятельности предприятия;
4) разработать методику оценки структуры капитала предприятия;
5) определить влияние структуры капитала на эффективность деятельности предприятия;
6) определить модель оптимизации структуры капитала предприятия;
7) разработать оптимальную политику управления структурой капитала предприятия.

Степень разработанности проблемы. Проблема оптимизации структуры капитала анализируется в работах таких ученных как Мертон Миллер, Франко Модильяни, Эдвард Альтман, Б. Амор-Тапии, Г. Халла, А. Эзеохи, Ф. Ботхи, П. Каминковой, Б. Кима и Д. Суха.

Научная новизна работы.

1. На основании анализа теоретических аспектов влияния эффективности управления капиталом определен механизм влияния эффективности управления капиталом предприятия.
2. На основании разработанной оптимальной политикой управления структурой капитала предприятия оценено влияние структуры капитала на эффективность деятельности предприятия.
3. На основании методики оценки предприятия разработана оптимальная политика управления структурой капитала предприятия.

Результаты диссертации, в частности разработанные рекомендации по механизмам оптимизации структуры капитала предприятия, могут быть использованы при формировании оптимальной политики управления структурой капитала предприятия.

1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЛИЯНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕБИТОРСКОЙ И КРЕДИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ НА ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

1.1 Теоретические подходы к управлению структурой капитала предприятия

Капитал (*capital*) – это производственные ресурсы, такие как здания и сооружения, техническое оснащение, инструментарии, инфраструктура, товарно-материальные резервы, посредством которых осуществляется производство товаров и оказание услуг.

Капитал является фактором производства в классической политэкономии, как труд и земля.

В экономике капитал рассматривается в широких рамках. Он определяется в виде ценности, которая приносит объем заработка. К капиталу относят помимо здании или оборудования, еще и акции, приносящие доход в виде дивидендов, или депозит в банковском секторе, который приносит доход в форме начисляемых процентов. К человеческому капиталу относятся умственные возможности, навыки в профессии и опыт работы накопленный в процессе трудовой деятельности, способствующие поступлению денежных средств в форме начисляемой заработной платы.

Понятие капитал рассматривается с точек зрения двух категорий: запас и поток. С точки зрения запаса, капиталом являются средства, накопленные в процессе ведения предпринимательской деятельности за период ведения и существования бизнеса. Потоком с точки зрения капитала, являются инвестиции, направленные на увеличения количества существующих средств: зданий, станков, оборудования. Физический и денежный капитал. Физический капитал – это ресурсы, используя которые предприятиям поступает доход. К физическому капиталу относятся здания и сооружения, земля, товарно-материальные ценности, оборудование, машины, направленные на изготовление услуг и товаров. Денежный капитал – финансовые средства, направляемые на покупку физического капитала, данный денежный капитал не приносит прибыли, поэтому не может быть отнесен к категории финансового капитала в виде депозита в коммерческом банке или инвестиций [54]. Основной капитал (основные фонды) главная составная часть капитала организаций, в первую очередь в реальном секторе экономики.

Основные фонды представлены, транспортными средствами, передаточными устройствами, машинами, зданиями и сооружениями, оборудованием и приборами, продукцией долгосрочного пользования домашних хозяйств, инструментом, скотом, а также патентами, авторскими правами, товарными знаками являющимися нематериальными активами. Основные фонды характеризуют производственный потенциал фирмы, в сфере материального производства именуемое, производственные мощности.

В статистике организации с помощью баланса основного капитала учитываются основные фонды. Он выглядит как статистическая таблица, данные в которой описывают воспроизводство и использование, структуру, объем, основных фондов.

Оценка основных фондов по балансовой стоимости осуществляется по базе стоимости основных фондов при первой записи в баланс основных фондов или будущего исправления. В последствии чего балансовая стоимость представляется как смешанная оценка основных фондов, поскольку одна из частей продолжает числится по начальной стоимости, другая – уже минула повторную оценку и числится по восстановительной стоимости.

Первоначальная, и восстановительная стоимости могут быть полной или остаточной, первая в момент покупки или очередной переоценки, вторая за вычетом амортизации или с прибавлением от модернизации или реконструкции.

Физический износ элементов основного капитала заключается в старении и непригодности материалов, вследствие чего снижается их стоимость.

Смысл морального износа находится в зависимости от стоимости основных фондов, которые понижаются ввиду создания и внедрения более совершенных фондов, а также ввиду того, что некоторые издержки на их производство стали ниже. Амортизацией называется ход процесса физического и морального устаревания основного капитала.

Амортизация – это износ основного капитала за некоторое время выраженный в стоимостной оценке. Списывание в организациях каждый год части стоимости основных фондов, представляет собой амортизационные отчисления.

Они поступают в амортизационный фонд, служащий для возмещения износа основного капитала. Владельцы основных фондов производят амортизационные отчисления, на основании утверждаемых для всего государства норм амортизационных отчислений по балансовой стоимости основных фондов.

С точки зрения экономического определения оборотного капитала это незавершенное производство, полуфабрикаты, топливо, энергия, товары для перепродажи, материалы, сырье, запасы готовой продукции. В бухгалтерском определении оборотного капитала, фигурируют также такие понятия как затраты на заработную плату, средства в расчетах с поставщиками и покупателями, денежные средства в кассе предприятия.

Если сравнивать по величине в большинстве фирм оборотный капитал намного меньше основного. Оборотный капитал оборачивается в хозяйственной жизни гораздо интенсивнее основного. Вклад основного капитала в себестоимость продукции по сравнению с оборотным намного ниже. Основной капитал переносит часть своей стоимости на производимую продукцию в течение некоторого периода времени, чаще лет, посредством амортизации, а оборотный капитал – не более года [7, 55].

Собственным капиталом является стоимостное выражение имущества предприятия, принадлежащего ему на праве собственности, который сформирован за счет его собственных вложений. В учете величина собственного

капитала определяется как разница между стоимостью активов или имущества по балансу, и всеми обязательствами предприятия. В финансовой отчетности частный капитал отображен в форме № 1 «Бухгалтерский баланс» (III раздел пассива «Капитал и резервы»), и помимо этого еще в форме № 3 «Отчет об изменении капитала». Собственный капитал фирмы состоит из переменной и постоянной частей. Постоянную часть создает уставный капитал, являющийся главным первичным источником собственных средств фирмы. Минимальная величина определена законом и зависит от организационно-правовой формы и устанавливает минимальное значение по размеру имущества организации, которая гарантирует соблюдение интересов его заимодавцев. Уставный капитал – это первоначальная сумма, которую должны внести учредители, для создания юридического лица. За счет него приобретаются оборотные активы, товары для перепродажи, основные средства и нематериальные активы.

Величина переменной части находится в прямой связи от финансовых результатов работы фирмы. Переменная часть включает в себя.

1. Добавочный капитал, который строится посредством эмиссионного дохода, увеличения стоимости имущественных активов в результате переоценки основных фондов, полученных без обязательств и обременений денежных и материальных ценностей на производственные цели. Он может быть направлен на ликвидацию сумм снижения стоимости имущества, выявившихся в результате его переоценки, увеличение уставного капитала (посредством выпуска дополнительных акций).

2. Резервный капитал (фонд). Образуется за счет прибыли, которая остается в распоряжении предприятия после всех выплат. Этот фонд создается в соответствии с законодательством РФ и на основании учредительных документов в обществах с ограниченной ответственностью и акционерных обществах.

Резервный фонд организации необходим для вложений в капитал в случае несения убытков, помимо этого необходим для погашения облигаций и выкупа акций компании в том случае, если иные средства отсутствуют. В акционерных обществах резервный фонд формируется в величине, которая предусмотрена уставом общества, но это значение должно быть не менее 5 % от уставного капитала путем обязательных ежегодных отчислений до достижения им размера, определенного уставом общества. Объем ежегодных отчислений определяется уставом организации, но они должны быть не менее 5 % от чистой прибыли. Нераспределенная прибыль, поступает на выплату дивидендов по акциям учредителей либо капитализируется в основную деятельность.

Когда создается предприятия учредители вносят свои денежные средства, в следствии чего возникает собственный капитал. Предприятие не всегда в состоянии компенсировать свои нужды собственными ресурсами. В такой ситуации привлекаются заемные средства.

Заемный капитал привлекается фирмой используя другие источники со стороны на некоторый срок определенны договором и на условиях под залог

имущества либо гарантии в виде сумм, полученных под залог, кредитов. В финансовой отчетности фирмы заемный капитал отображается как обязательства: в форме № 1 «Бухгалтерский баланс» (IV раздел пассива «Долгосрочные обязательства» и V раздел пассива «Краткосрочные обязательства»). Для осуществления деятельности организации, капитал предприятия вкладывается в имущество, необходимые для осуществления его деятельности.

Для защиты кредиторов и для получения им гарантий добросовестного исполнения заемщиком своих обязанностей законом разработаны нижеприведенные виды обеспечения обязательств.

1. Неустойка – это денежная сумма, которую заемщик должен выплатить кредитору при несвоевременной оплате кредита по договору поверх суммы процентов и основного долга. Объем указан в договоре либо определен законодательством. Соглашение о неустойке должно быть закреплено письменно с подписями и печатями сторон. Данный способ является часто применимым и используется во многих сделках. Неустойка имеет два различных вида, либо предусмотренной законом (законная), либо договором (договорная). Неустойка возникает в форме фиксированной суммы, процента от стоимости обязательства (штраф), либо денежных средств, которые взыскиваются нарастающим итогом в определенные интервалы в зависимости от того, как долго длится правонарушение (пеня – это некоторый процент, который определен договорными обязательствами и начисляется в размере суммы от средств взятых в кредит за каждый день просрочки платежа).

2. Залог. В силу залога, кредитор по обеспеченному залогом обязательству (залогодержатель) имеет право в случае несоблюдения заемщиком своих договорных обязательств получить часть либо полную стоимость заложенного имущества. Залог зданий, земельных участков, организаций, сооружений, квартир (ипотека) регулируется законом об ипотеке [56].

Таблица 1.1 – Отличительные особенности собственного и заемного капитала предприятия

Признак	Вид капитала в структуре капитала организации	
	Собственный	**Заемный**
Право на участие в управлении предприятием	Располагает таким правом	Не располагает таким правом
Отношение к финансовому риску	Увеличение доли собственного капитала уменьшает финансовый риск	Повышение доли заемного капитала повышает финансовый риск
Право на получение прибыли	По остаточному принципу	Первоочередные

Окончание таблицы 1.1

Признак	Вид капитала в структуре капитала организации	
	Собственный	**Заемный**
Очередность удовлетворения требований при банкротстве	По остаточному принципу	Первоочередные
Срок и условия оплаты и возврата капитала	Нет конкретных требований	Четко определены кредитным соглашением
Основное направление финансирования	Долгосрочные активы	Краткосрочные активы
Снижение налога на прибыль за счет отнесения финансовых издержек на затраты	Имеется механизм для реализации	Механизм реализации отсутствует
Источники финансирования	Внутренние и внешние источники	Внешние источники финансирования (за исключением кредиторской задолженности)
Связь дохода обладателя капитала с прибыльностью предприятия	Доход обладателя капитала непосредственно связан с финансовым результатом	Доход обладателя капитала не связан с финансовым результатом

Во главе традиционного подхода, в основе которого находится учение о том, что стоимость капитала организации имеет зависимость от его структуры, в виду чего есть оптимальная структура капитала, которая позволяет снизить значение WACC, и увеличить рыночную стоимость фирмы. WACC зависит от цены его составляющих, которые разделяются на собственный и заемный капиталы.

Теория Модильяни-Миллера 1958 г. обосновала, что при определенных ситуациях условия рыночной стоимости организации и стоимости капитала не находятся в зависимости от структуры последней, в виду чего их нельзя оптимизировать. Отсутствует механизм наращивания рыночной стоимости фирмы посредством изменения структуры капитала. В практическом применении данное утверждение от случая к случаю называют «принципом пирога»: пирог может делиться по-разному, несмотря на это его размеры при этом не изменяются. В рамках данной теории доказаны нижеприведенные утверждения:

Рыночная стоимость организации (V) не расположена в прямой зависимости от его структуры капитала и определяется посредством капитализации операционной прибыли по ставке, которая соответствует классу риску данного предприятия:

$$V = \frac{NOI}{keu},$$

где *NOI* – чистая операционная прибыль (прибыль до того как вычтены налоги и проценты);

keu – цена собственного капитала финансово независимой компании.

Стоимость собственного капитала организации, характеризующееся финансовой зависимостью, представляет собой сумму стоимости собственного капитала подобной (в рамках дохода и уровня риска) организации, которое характеризующееся финансовой независимостью. Таким образом:

$$k_{eg} + k_{eu} + \text{премия за риск} = \frac{keu + D}{E \cdot (keu - kd)}$$

где k_{eg} – стоимость собственного капитала финансово зависимой организации;

D – рыночная оценка заемного капитала фирмы;

E – рыночная оценка собственного капитала.

В этой теории доказано, что любая корректировка структуры источников посредством привлечения более дешевых заемных средств не ведет к увеличению рыночной стоимости фирмы, ввиду того, что выгода от источника, который дешевле сопрягается с высокой степенью риска.

Позднее, в 1963 г., Ф. Модильяни и М. Миллер доказали ситуацию, при которой не выполняется условие об отсутствии налогов. В данной ситуации структура капитала оказывает воздействие на рыночную стоимость фирмы.

Рыночная стоимость финансово зависимой фирмы сформировывается как сумма рыночной стоимости фирмы, которая характеризуется финансовой зависимостью той же группы риска и эффекта финансового левериджа, который рассчитывается как произведение ставки налога на прибыль (Tc) и величины заемного капитала в рыночной оценке:

$$V_q = V_u + TcD$$

где *Vq* – рыночная стоимость похожей финансово зависимой фирмы;

Vu – рыночная стоимость финансово независимой фирмы.

Во-вторых, стоимость собственного капитала предприятия, которая характеризуется финансовой зависимостью, рассчитывается как сумма стоимости собственного капитала подобным образом (по доходу и уровню риска):

$$k_{eg} + k_{eu} + \text{премия за риск} = \frac{keu + D}{E \cdot (keu - kd)} \cdot (1 - T_c)$$

Наибольшую известность и применение в мировой практике получили статические модели структуры капитала, которые обосновывают существование оптимальной структуры, которая делает максимальной текущую оценку, и рекомендующие принятие решений о выборе источников финансирования

(собственные или заемные средства) исходя из наилучшей структуры капитала. Если оптимальная структура определена, то достижение этой пропорции в элементах капитала должно стать целью менеджмента, в этой пропорции следует и приумножать капитал. Можно рассмотреть следующий пример о финансовом рычаге корпорации А, который равен 50 % и это его оптимальная структура капитала (при таком раскладе максимизируется рыночная оценка всего капитала фирмы), то проектные изыскания или исследования стоимостью в 200 млн. руб. правильнее финансировать в пропорции 50 % заемного капитала и 50 % собственного. Структура подобного рода будет являться целевой для предприятия.

Теория структуры капитала полагается на сравнение затрат по привлечению собственного и заемного капитала, а также анализе влияния различных смешанных вариантов финансирования на рыночную оценку. Текущая рыночная оценка компании находится как сумма дисконтированных чистых потоков, создаваемых вложенными средствами. Теория структуры капитала показывает влияние на текущую оценку, пропорцию задействованных элементов капитала. Важно соотношение пропорций собственного и заемного капитала, в виду того, что она обеспечит максимальную текущую оценку вложенного капитала в организацию, либо актив, или какой-нибудь проект.

В статическом подходе есть две иные теории структуры капитала, объясняющие влияние привлечения заемного капитала на стоимость используемого капитала, кроме того на текущую рыночную оценку активов предприятия (V): традиционная теория и теория Миллера-Модильяни (теория ММ).

В наше время наибольшую популярность обрела компромиссная теория структуры капитала в этой теории оптимальная структура показана как компромисс между налоговыми преимуществами привлечения заемного капитала и издержками банкротства), не позволяющая конкретной корпорации рассчитать более выгодное соотношение собственного и заемного капиталов, несмотря на это формулирует общие постулаты по принятию решений.

Динамические модели анализируют постоянный информационный поток, который получает рынок по определенной организации. Рассматривается больший объем инструментов принятия решений. На основании этого менеджеры определяют целевую структуру капитала, которая может не максимизировать рыночную оценку организации. Кроме этого управление источниками финансирования не концентрируется лишь только к установлению целевой структуры капитала, поскольку содержит выбор среди краткосрочных и долгосрочных источников и управлением собственными источниками.

Традиционный подход основывается на идее, что организация, привлекающая до определенного момента заемный капитал, рынком оценивается выше, чем предприятие без заемных средств долгосрочного финансирования.

Традиционный подход. До работ Миллера-Модильяни по теории структуры капитала (до 1958 г.) был распространен подход, который основывался на анализе

финансовых решений. В практических применениях было доказано, что с ростом доли заемных средств до определенного уровня стоимость собственного капитала оставалась неизменной, но в дальнейшем начинала увеличиваться галопирующими темпами. Стоимость заемного капитала напрямую не зависит от его величины и является более дешевым средством, нежели цена собственного капитала, поскольку имеет меньшие риски. При определенных обстоятельствах, если доля заемных средств увеличивается в организации, то фирма становится более привлекательной для лиц желающих инвестировать либо в некоторых случаях больший заем денег обходится дешевле.

Компромиссный подход. Оптимальная структура капитала по компромиссной модели показывается как соотношением выгод от возможности включения платы за заемный капитал в себестоимость и убытков от возможности возникновения банкротства [8, 59].

В теории финансового менеджмента имеет место некоторые теоретические концепций, отражающие различные подходы к оптимизации структуры капитала:
1) традиционалистская теория;
2) теория индифферентности;
3) компромиссная теория;
4) теория противоречия интересов.

В основе этих концепций лежат неоднозначные подходы к способам оптимизации структуры капитала фирмы и выделении приоритетных факторов, которые определяют механизм такой оптимизации. Полностью данные концепции могут быть реализованы только по факту наличия развитого рынка ценных бумаг и статистистических данных об этом рынке. Ниже приведены важнейшие концепции структуры капитала.

Базой традиционалистской концепции структуры капитала выступает возможность оптимизации структуры капитала посредством учета различной стоимости отдельных его частей. Основной теоретической посылкой этой теории выступает утверждение, что стоимость собственного капитала фирмы всегда больше стоимости заемного капитала.

Последователи этого подхода придерживаются:
1) стоимость капитала организации находится в прямой зависимости от его структуры;
2) существует оптимальная структура капитала, которая снижает значение WACC и, в последствии, максимизирует рыночную стоимость фирмы.

Стоимость заемного капитала значительно ниже в сравнении с собственным, поскольку объяснение лежит в уровне риска их использования. Точка доходности заемного капитала в независимости от его формы носит конкретный характер, поскольку ставка процента по нему установлена заблаговременно в фиксированном размере, а уровень доходности собственного капитала образуется в условиях неопределенности (он зависит от меняющихся по уровню финансовых показателей предстоящей деятельности компании).

Также, применение заемного капитала подразумевает под собой, финансово-обеспеченный характер. В качестве данного обеспечения идут обычно заклад имущества, залог, гарантии третьих лиц. Также, при наступлении банкротства компании законами многих государств, предусмотрено удовлетворение претензий в первую очередь кредиторов и только после остатков средств, вступают права второй очереди, которыми являются собственники (акционеры, пайщики и т. п.).

В соответствии с традиционным подходом оптимальная структура капитала имеет место быть, и стоимость капитала прямо пропорционально в зависимости от структуры.

1. Средневзвешенная стоимость капитала формируется на основании стоимости составляющих, в целом подразделяемых на два вида – заемный и собственный капитал.

2. В зависимости от структуры капитала цена всех источников варьируется, темпы изменения отличаются.

3. Незначительное увеличение объемов заемных средств не ведет к мгновенной реакции акционеров в ракурсе увеличения требуемой доходности, но если будет превышен определенный порог безопасности, к которому не готовы акционеры, то ситуация изменяется и последние начинают выдвигать требования о большей доходности для компенсации риска.

4. С ростом доли заемных средств, стоимость заемного капитала сначала остается неизменной, но в последствии начинает возрастать.

5. Поскольку в среднем стоимость заемного капитала меньше, чем собственного капитала, можно константировать, что есть оптимальная структура капитала при которой индекс WACC имеет минимальное показатель, а рыночная стоимость фирмы как следствие будет максимальной.

В основе концепции индифферентности структуры капитала лежит положение о неосуществимости процесса оптимизации структуры капитала ни по аспекту минимизации средневзвешенной его стоимости, ни по аспекту максимизации рыночной стоимости фирмы, поскольку она не влияет на формирование данных показателей. Вышеизложенная концепция была впервые выдвинута американскими экономистами Ф. Модильяни и М. Миллером (1958 г.). В концепции рассматривается механизм создания структуры капитала и рыночной стоимости фирмы в совместном взаимодействии с механизмом функционирования рынка капитала. Следует отметить, что в ходе доказательства данной концепции выполнение своих функциональных задач рынка капитала ограничено рядом условий.

1. Рынок на всех этапах своего существования, а также во всех своих сегментах является «совершенным», это предполагает полную его конкурентность, широкий доступ к информации о его положении для всех участников рынка, а также обоснованный характер их поведения.

2. На рынке есть возможность воспользоваться в настоящий период времени единой для инвесторов и кредиторов безрисковой процентной ставкой на вкладываемый или передаваемый в ссуду капитал.

3. Риски, связанные с составом элементов используемого капитала и создающие потенциальную угрозу потери части активов в процессе его банкротства и ликвидации в расчет не принимаются. Все компании, присутствующие на рынке, могут быть классифицированы по уровню риска своей хозяйственной деятельности только на основе показателей размера ожидаемого дохода на сформированные совокупные активы и степени вероятности его получения.

4. Стоимость любого элемента привлекаемого капитала не имеет зависимости с действующей системой налогообложения прибыли организации.

5. В расчет стоимости отдельных элементов капитала не включены расходы, связанные с его купле-продажей («трансакционные расходы» или «операционные расходы по формированию капитала»).

На основании этих базисных условий, Ф. Модильяни и М. Миллер математически обосновали, что рыночная стоимость фирмы, а также средневзвешенная стоимость используемого им капитала) зависит только от суммарной стоимости его активов, и не зависит от состава элементов капитала, авансированного в эти активы. Исходным положением этого доказательства является их следующее утверждение, которое гласит о том, что в процессе хозяйственной деятельности фирмы ее доходность генерируют не отдельные элементы капитала, а сформированные им активы.

Изложенные предпосылки говорят о содержании концепции механизма формирования средневзвешенной стоимости капитала организации, выдвинутой Ф. Модильяни и М. Миллером, которая сводится к нижеследующему: рыночная стоимость фирмы и средневзвешенная стоимость ее капитала не зависит от структуры капитала.

На основании вышеизложенного, данная концепция рассматривается лишь как принципиальный механизм оценки рыночной стоимости корпорации в условиях функционирования совершенного рынка при проблематичных практических ограничениях коими являются: неучет операционных расходов, неучет рисков, отсутствие налогообложения прибыли.

В дальнейших своих исследованиях, сняв ряд выдвинутых ограничений, авторам данной концепции пришлось согласиться с тем, что механизм формирования рыночной стоимости предприятия находится в определенной связи со структурой ее капитала.

Противоречивые условия, на основании которых формируется концепция структуры капитала, определяющие соотношение уровня доходности и риска использования капитала организации, которые в процессе оптимизации его структуры должны быть учтены путем соответствующего решения их комплексного воздействия. Эта теория, основанная на исследованиях М. Миллера, Х. Де-Анжело, Р. Масюлиса, Дж. Уорнера и некоторых других современных экономистов, включает в механизм формирования структуры капитала ряд реальных условий функционирования экономики и рынка, которые не учитывались в предшествующих концепциях. Содержание таких условий

сводится к следующему: формирование стоимости разных элементов капитала, и его структуру в действующей экономике влияет фактор налогообложения прибыли.

В действующей практике многих стран расходы по обслуживанию долга, подлежат полному или частичному вычету из базы налогообложения прибыли. Как следствие стоимость заемного капитала благодаря "налоговому щиту" всегда является значительно ниже в сравнении с аналогичными методами, чем цена капитала собственника предприятия. В следствии чего увеличение использования заемного капитала, до предела, который не приводит к банкротству фирмы вызывает понижение уровня средневзвешенной стоимости капитала.

Когда происходит оценка стоимости отдельных элементов капитала, необходимо учитывать риск банкротства, который связан с несовершенной структурой формируемого капитала. При повышении удельного веса заемного капитала в независимости от их формы вероятность банкротства предприятия автоматически усиливается. Экономическое поведение кредиторов в данных обстоятельствах соотнесено с двумя альтернативами: уменьшение уровня кредитов, предоставляемых организации на аналогичных условиях, снижение процентной доли заемного капитала вызовет рост средневзвешенной стоимости капитала и снижение рыночной стоимости организации, или потребовать от организации более высокого уровня дохода на предоставляемый в кредит капитал, данное действие также приведет к росту средневзвешенной его стоимости и снижению рыночной стоимости фирмы. Во всех рассмотренных альтернативах возможности привлечения заемного капитала организацией по более высокой стоимости имеют свои пределы. Существует экономическая граница привлечения денег в виде заемного капитала по возрастающей его стоимости, при которой стоимость, вызванная риском банкротства организации, возрастает до высокого уровня, что поглощает эффект, достигаемый налоговым преимуществом его использования. В данном случае цена заемного капитала организации и его средневзвешенная стоимость будет равна стоимости собственного капитала, привлекаемого организацией из внутренних и внешних источников. Преступив этот уровень стоимости заемного капитала, предприятие упускает экономические стимулы к его привлечению.

Стоимость разных частей капитала из внешних источников охватывает не только расходы по его сопровождению в процессе использования, а также и операционные расходы по формированию капитала. Данные операционные расходы аналогичным образом должны учитываться в процессе оценки и стоимости разных частей капитала, так и средневзвешенной стоимости, а следовательно, и при формировании структуры капитала.

На основании рассмотренных ситуаций и условий содержание компромиссной концепции структуры капитала нацелено на то, что в функционирующих экономиках и рынке капитала это значение возникает под влиянием множества различных факторов, которые имеют противоположную направленность влияния на рыночную стоимость предприятия. Данные факторы по своему суммарному

влиянию формируют некое соотношение уровня доходности фирмы и риска использования капитала предприятия при различной его структуре. Уровень доходности используемого капитала формирует значение средневзвешенной его стоимости, которое учитывает транзакционные расходы по привлечению на рынке капитала разных его элементов. Величина риска находящегося в обороте капитала формирует показатель удельного веса заемного капитала в общей его сумме, который генерирует в определенных случаях значениях угрозу банкротства организации.

Исходные принципы положения расхождения интересов при образовании структуры капитала составляет концепция о различии интересов и уровня информированности собственников, кредиторов и менеджеров в процессе регулирования эффективностью использования капитала, выравнивание которых вызывает увеличение стоимости отдельных элементов капитала. Данные постулаты вносят некие коррективы в механизм оптимизации структуры капитала по аспекту его средневзвешенной и рыночной стоимости предприятия. Авторы отдельных концепций этого положения (М. Гордон, М. Дженсен, У. Миклинг, Д. Галлей, Р. Масюлис, С. Майерс и др.), не изменяя принципиально сущности компромиссного положения, существенно расширили область ее практического использования путем внесения новых факторов.

Сущность положения противоречия горизонтов при вырабатывании капитала составляют три теории.

1. Теория асимметричной информации, которая основывается на том, что рынок капитала не бывает абсолютно совершенным во всех аспектах и в течение всего периода в котором он будет функционировать, даже в самых экономически развитых странах. Рынок, который реально работает, создает ввиду своей недостаточной «прозрачности» асимметричную информацию для некоторых его участников о перспективах развития организации. Это порождает неравнозначную оценку отдельными участниками предстоящего уровня доходности и риска деятельности организации, а следовательно, и условий оптимизации структуры ее капитала.

Асимметричность информации проявляется в том, что руководство предприятия получают информацию в более объемном и полном виде по рассматриваемому аспекту, чем его инвесторы и кредиторы. Подобная неравномерность получаемой информации оказывает значимое влияние на принимаемые решения в отношении структуры капитала. Инвесторы и кредиторы не располагают подобной емкой информацией, что и менеджеры компании, ввиду чего не имеют возможности более правильного формирования своих требований к объемам дохода предоставляемого предприятию капитала. Данный критерий в свою очередь, позволяло бы оптимизировать структуру капитала в соответствии с реальным состоянием организации и реальными перспективами ее развития.

2. Теория сигнализирования является следствием из теории асимметричной информации. Она опирается на то, что рынок капитала посылает инвесторам и кредиторам информацию о перспективах развития фирмы на основе поведения

менеджеров на этом рынке. При положительной динамике перспектив развития менеджеры будут стремиться насыщать дополнительную потребность в капитале посредством привлечения заемных финансовых средств (в этом случае ожидаемый дополнительный доход будет принадлежать исключительно прежним собственникам и создаст условия для существенного роста рыночной стоимости организации). При отрицательном стечении обстоятельств и отсутствием перспектив развития менеджеры устремятся удовлетворить дополнительную потребность в финансовых ресурсах за счет привлечения собственного капитала из внешних источников, т. е. за счет расширения круга инвесторов, что приведет к разделению с ними суммы предстоящих убытков. Теория сигнализирования в условиях асимметричной информации позволяет инвесторам и кредиторам лучше объяснять и обосновывать свои решения о выделении капитала предприятию.

3. Теория мониторинговых затрат основывается на различии интересов и уровня информированности собственников и кредиторов организации. Кредиторы, предоставляя предприятию капитал, в условиях асимметричной информации, требуют от нее возможности реализации собственного контроля за эффективностью его использования и обеспечением возврата. Затраты по осуществлению подобного контроля кредиторы пытаются возложить на собственников корпораций путем их включения в ставку процента за кредит. Приходится нести дополнительные затраты из-за заемных средств, поскольку чем больше денег пришло из заемных средств, тем выше уровень мониторинговых затрат.

Тенденция мониторинговых затрат всегда имеет тенденцию увеличиваться с ростом удельного веса заемного капитала, что ведет к росту средневзвешенной стоимости капитала, а как следствие, рыночная стоимость фирмы снижается.

Таким образом, присутствие мониторинговых затрат обременяет эффективность использования заемного капитала и обязано предусматриваться в процессе оптимизации его структуры [61].

Таким образом, при определении структуры капитала предприятия требуется рационально оценивать все источники собственного и заемного капитала, а также менеджерам необходимо обосновывать управленческие введения по оптимизации источников финансирования активов.

1.2 Критерии оптимизации структуры капитала предприятия

Ниже приведены критерии и показатели оптимизации структуры капитала предприятия:

1) максимизация чистой прибыли;
2) увеличение экономической прибыли;
3) увеличение уровня финансовой рентабельности;
4) минимизация финансового риска;
5) увеличение рыночной стоимости предприятия.

Оптимизация структуры капитала это одна из наиболее сложных и объемных задач, которые необходимо решать в ходе финансового управления организацией.

Оптимальная структура капитала предполагает под собой определенное соотнесение применения собственных и заемных средств, при котором гарантируется наиболее эффективное соответствие между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости фирмы, т. е. максимизируется его рыночная стоимость. Процесс оптимизации структуры капитала фирмы осуществляется по нижеследующим этапам.

1. Анализ капитала предприятия. Главной целью данного анализа выступает определение тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде времени и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала. На первом этапе анализа рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов капитала в соотнесении с динамикой объемов производства и реализации продукта. Анализируется соотношение собственного и заемного капитала и его тенденции. В составе заемного капитала осваивается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств. Определяется объем просроченных финансовых обязательств и выясняются причины не выплат. На второй стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его капитала.

В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются в динамике коэффициент автономии, способный определить в какой степени применяемые активы, которые использует организация, сформированы из собственного капитала. Коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования), определяющий объем суммы занимаемых денежных средств, которые привлекаются фирмой на единицу собственного капитала. Коэффициент долгосрочной финансовой независимости, отображающий насколько в общей сумме капитала фирмы присутствует собственный и заемный капиталы и благодаря ему можно определить потенциал возможного финансового развития, который предстоит организации. Коэффициент баланса долго- и краткосрочной задолженностей способный определить сумму привлекаемых денежных кредитов на длительный период, из расчета долгосрочных финансовых кредитов в расчете на одну единицу не долгосрочного заемного капитала.

2. Анализ финансовой устойчивости предприятия помогает проанализировать и сделать оценку степени стабильности его финансового развития и уровень финансовых рисков, генерирующих угрозу его банкротства.

3. На третьей стадии анализа оценивается результативность применения капитала в целом и отдельных его частей. В ходе проведения анализа производится расчет и рассмотрение в динамике нижеприведенных основных показателей.

Период оборота капитала. Данный коэффициент определяет число дней, в течении которых происходит один оборот собственных и заемных средств, и помимо этого всего капитала. Менее длительный оборот капитала влечет за собой более высокую эффективность его использования в организации, поскольку каждый оборот капитала производит некоторую дополнительную сумму прибыли.

Коэффициент рентабельности всего используемого капитала. По своему численному значению данный коэффициент соответствует коэффициенту рентабельности совокупных активов, т. е. описывает уровень экономической рентабельности.

Коэффициент рентабельности собственного капитала. Это показатель, который характеризует достигнутый уровень финансовой рентабельности предприятия, и является одним из наиболее значимых, поскольку служит одним из условий создания оптимальной структуры капитала.

Капиталоотдача. Данный показатель определяет объем реализации продукции, которая приходится на единицу капитала, т. е. в определенной мере служит измерителем эффективности операционной деятельности предприятия.

Капиталоемкость реализации продукции. Он показывает объем капитала, который задействован для обеспечения выпуска единицы товара и является первичным для моделирования потребности в капитале в предстоящем периоде с учетом отраслевых особенностей операционной деятельности.

Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства продукции в виду большой доли внеоборотных активов, обладают более низким кредитным рейтингом и им требуется целеполагаться в своей деятельности на использование собственного капитала.

Помимо этого, тип отраслевых особенностей определяет различный период операционного цикла. Меньший период операционного цикла, в большой степени способствует использованию предприятием заемного капитала.

Развивающиеся организации, которые находятся на стадиях зарождения жизненного цикла и имеют ликвидную продукцию, способны привлечь для своего развития больший объем заемных средств. Аналогично фирмы, которые находятся уже в стадии зрелости, должны оперировать собственным капиталом в гораздо большей мере, чем заемным.

Стабильная структура рынка на котором работают предприниматели и стабильный спрос на производимые блага фирмы, дают уверенность заемщику в том, что он принял правильное решение воспользовавшись кредитными услугами.

В рыночных отношения стоимость заемных средств напрямую зависит от ситуации с экономикой и рынком, ключевой ставки центрального банка. При возникновении динамики, в которой возможность воспользоваться заемными средствами будет создавать обременительные условия фирмам и предпринимателям дифференциал финансового левериджа будет стремиться к отрицательному показателю. При возникновении подобной ситуации операционная деятельность становится убыточной, а финансовая рентабельность резко снижается. Планируемый к займу либо находящийся в пользовании заемный капитал на долгосрочный период теряет свою эффективность, если в кредитном договоре не оговорена ставка по проценту.

Требования инвесторов находят отклик от ситуации на финансовом рынке, которая влияет на итоговую цену собственного капитала, привлекаемого из внешних источников. Норма прибыли становится более обременительным

условием для менеджеров при повышении процентной ставки по ссудному капиталу.

Рейтинг по критерию платежеспособности по кредиту фирмы растет и в дальнейшем у организации больше возможностей вложить заемные денежные средства.

Возможности по применению заемных денег в бизнесе кроме как в поставленных рамках часто не находят потребности. Этот момент связан с тем, что организация, имея высокую рентабельность удовлетворяет свои запросы более высокой капитализацией прибыли. Такой момент может наступить в случае высокого уровня развития и устойчивости предприятия.

Прибыль предприятия либо растет или стагнирует в разных ситуациях по разному, положительный эффект наблюдается при финансовом и операционном левериджe. Данный эффект обеспечивает прибыль предприятию и достаточно эффективен.

Сумма капитала в общем значении в организации которая наращивает объем продукции, которую продает путем реализации напрямую с контрагентами либо посредством крупных ритэйлов, но при этой положительной динамике при наблюдении не высокого коэффициента операционного левериджа, имеют возможность поднять значение коэффициента финансового левериджа, таким образом доля заемных средств в общей сумме капитала будет значительно выше.

Менеджмент корпораций в Российской экономике, руководствуется своими внутрикорпоративными критериями кредитоспособности и рисков, а в организациях малого и среднего бизнеса, часто и на основании личных представлений, не имея при этом четкого бизнес-плана, и данные наблюдения не совпадают с рейтингом кредиторов, поскольку реалии оказываются более отягчающими.

При динамичном развитии и достаточно высоком объеме резервных средств в оборотных активах и на депозитах организации, предприятие считается финансово устойчивым, что не маловажно, особенно в нынешнее время, когда экономика государства стагнирует. Однако подобное положение дел для фирмы не всегда находит положительный отклик в рейтинге кредиторов, поскольку их критерии оценки могут отличаться, в виду того, что в них могу быть включены дополнительные требования, расширенные данные и более углубленный анализ, нежели те общие рейтинги, которым присваивают иные кредитные организации.

Гибкость в финансовом плане снижается, сейчас во время кризиса проблема встает «ребром», поскольку дополнительные внешние источника заимствования не всегда доступны, особенно для малого бизнеса.

Налоговое бремя имеет положительный и отрицательный характер, положительный характер связан с тем, что при исчислении налога на прибыль в случае невысоких ставок, или в ином случае льгот, которыми может воспользоваться бизнес при начислении налогов на прибыль, привлекаемые средства из кредитных институтов и собственные средства предприятия выравнивают стоимость, и разница в их стоимости сокращается. Данный эффект

достигается по причине эффекта налогового корректора и он уменьшается. В данной ситуации куда более предпочтительным является эмиссия акций и формирование капитала посредством данной операции.

В настоящее время наблюдается тенденция повышения налогов для бизнеса, несмотря на появление льготных систем и налоговых каникул для малого среднего и инновационного бизнеса. Высокая ставка налога в бизнесе открывает двери для привлечения заемных средств. В 2016 году эта проблема является открытой, поскольку реальный доход корпораций не сырьевого сектора снижается, а привлечение кредитных средств не предоставляется возможным из-за высокой ставки процента в кредитных учреждениях, и помимо этого инвесторы ведут себя тоже более настороженно, поскольку не хотят вкладывать свой капитал из-за рисков в экономике государства и снижением государственных закупок, что свидетельствует о начале стагнации экономики Российской Федерации.

В зависимости от структуры капитала предприятия фирма должна максимально опираться на собственные средства и не брать кредиты вообще. Это мнение было ошибочным поскольку с одной стороны развитие предприятия и быстрый стартап возможен только при максимальном вливании и эффективном управлении денежными средствами. С другой стороны в отличии от ранее сказанного консервативного подхода собственника риск очень велик, поскольку бизнес не защищает ни в правовом сегменте при заключении договоров из-за двоякой трактовкой законов, но и из-за высоких процентных ставок для бизнеса.

ИП Веклич Артем Николаевич, являясь предпринимателем, при личном интервью со мной заверил, что вести бизнес, а тем более начинать с нуля очень тяжело при нынешних процентных ставках в кредитных учреждениях, поэтому он также придерживается мнения о первоочередности собственного капитала, данное мнение отражает положение вещей в малом бизнесе их готовность работать, но без поддержки государства их оборот часто будет иметь частично теневой характер.

Крупные госкорпорации и предприятия с государственными активами часто не обращают внимания на высокий уровень рисков и закредитовываются до уровня уплат только процентов за пользование кредитов, это связано с отсутствием личной ответственности руководства компаний, данный подход агрессивен и оказывает негативное влияние на фирму и персонал, когда руководство компании уходит с должностей, а персоналу перестают выплачивать заработанную плату. Данная тенденция носит повсеместный характер, но часто заемный капитал в больших объемах не дает необходимой отдачи собственнику бизнеса и тем более госкорпорации.

Управление предприятием является ключевым фактором развития в нужном направлении, необходимом собственникам, вмешательства извне путем привлечения капитала из сторонних источников носит негативный характер для менеджмента, поскольку можно потерять даже полный контроль на организацией, в наиболее успешных предприятиях может также произойти рейдерский захват. В

виду этого многие руководители отдают предпочтение в качестве дополнительного капитала к заемным средствам.

Рассмотрев вышеупомянутые критерии можно сделать вывод об управлении структурой капитала в организациях, которые указаны ниже.

1. Необходимо выбрать оптимальное соотношение заемного и собственного капиталов.

2. Обеспечению привлечения на предприятие необходимых видов и объемов капитала для достижения расчетных показателей его структуры.

3. Финансовая рентабельность должна быть на высоком уровне ввиду чего структура капитала должна быть как можно лучше оптимизирована. Здесь теория финансового левериджа находит свое практическое применение.

4. Минимизация стоимости структуры капитала один из ключевых факторов его оптимизации. Данный процесс, включает в себя механизм по соотношению собственного и заемного капиталов при различных способах привлечения и расчета средневзвешенной цены капитала.

Способ оптимизации структуры капитала по условию снижения либо ликвидации степени финансовых рисков структуры капитала имеет зависимость с действием дифференцированного выбора источников финансирования разных составных долей активов организации. Активы организаций подразделяются на нижеприведенные группы в рамках рассмотренных выше целях:

1) внеоборотные активы;

2) неизменная часть оборотных активов – это неизменная доля общего размера, независящая от колебаний связанных с сезоном, формированием запаса для хранения, раннего завоза и иных варьирующихся показателей операционной деятельности;

3) варьирующаяся часть оборотных активов – это переменная часть, которая напрямую зависит от сезона, времени завоза продукции, формирование аварийного запаса в начале каждого года, в некоторых предприятиях нескончаемый запас (НЗ). В зависимости от деятельности организации в данных оборотных активах выделяют среднюю и максимальную необходимость в них [61].

В связи с тем, что чистая прибыль это остаток средств после уплаты всех отчислений и налогов, то справедливо провести прямо пропорциональную зависимость оптимизации структуры капитала фирмы, и ростом чистой прибыли.

Чистая прибыль напрямую определяет наполнение капитала, появляется возможность покупать оборотные и внеоборотные активы, а также распределить прибыль на стимулирование сотрудников.

Экономическая прибыль свидетельствует о том, что предприятие является рентабельным, таким образом данный показатель высокого уровня говорит о качестве продукции и надежности предприятия.

Увеличение уровня финансовой рентабельности показывает насколько выгодно и правильно инвестируют денежные средства предприятия его

акционеры, в следствии чего можно определить насколько надежна структура капитала организации.

Минимизация финансового риска создаст условия для надежного использования и управления капитала. Предприятие сможет рассчитывать на то, что его средства будут использованы в полном объеме без риска оказаться в ситуации, когда контрагент не может выполнить свои обязательства и заказчику необходимо изыскивать дополнительные денежные средства для получения не оказанных услуг или не поставленных материалов используя стандартные схемы взаимоотношений с подрядными организациями путем страхования рисков или поручительства при выдаче кредита либо поставке дорогостоящего оборудования. Большой популярностью пользуется финансовый лизинг, при котором кредитные риски существенно снижаются. Также исключить из договора большой объем форс-мажорных обстоятельств, которые могут трактоваться при непрофессиональной формулировке в пользу поставщика.

Увеличение рыночной стоимости организации происходит в следствии увеличения прибыли, более выгодного вложения или более оптимального использования собственного капитала.

Текущие признаки деятельности организации, перспектива и потенциал фирмы, являются ключевыми показателями стоимости корпорации. Увеличение реализуемой продукции, широкая линейка продукции одной торговой марки, и рынок сбыта главные показатели инвестиционной привлекательности и дороговизны бизнеса. Высокая цена бизнеса указывает на высокую стоимость и надежную структуру капитала [65].

Если фирма располагает инструментами по генерации реальной денежной массы, то это один из основных признаков ценного бизнеса. Если фирма создает большой объем денежных потоков, то и её стоимость будет высокой, – говорит вице-президент Sachs&Company, Spektor, Хачатурян Феликс. Теоретически увеличение стоимости бизнеса происходит тогда, когда увеличивается прибыль корпорации, либо вложенные деньги дают высокий коэффициент отдачи. Руководство всех уровней, а также человек, который задает тон работы госкорпорации или частного бизнеса обязан обеспечить положительное операционное управление, с той целью, чтобы вложенный капитал и стоимость фирмы максимально возросли. Задачей менеджмента является формирование эффективного операционного управления с тем, чтобы в конечном итоге возврат на вложенный капитал и, соответственно, стоимость компании максимально возросли [63].

Выводы по разделу 1

Начальным моментом в процессе исследования было определение понятия «структура капитала». Выявлено, что соотношение заемного и собственного капитала является одним из главных факторов, который позволяет максимизировать рыночную стоимости компании.

В процессе исследования обосновано, что решение вопроса оптимизации требовало учета того, что с одной стороны, рост доли заемного капитала увеличивает финансовый риск; но с другой стороны, более высокое его значение обеспечивает рост рентабельности собственного капитала, и увеличивает величину чистой прибыли, остающейся в распоряжении предприятия.

Рассмотрение капитала в разрезе его составляющих (собственного и заемного капитала), позволяет выделить еще одного субъекта, участвующего в формировании его эффективного соотношения – коммерческого банка.

Критериями эффективности взаимодействия банка и предприятия могут служить как показатели финансовой устойчивости непосредственно предприятий, так и финансовая устойчивость банков в их взаимосвязи.

В ходе исследования, сделан вывод, что важнейшей формой управление капиталом предприятия должны стать решения, суть которых сводится к формированию достаточных для развития предприятия финансовых ресурсов, поиску новых источников финансирования на денежном и финансовом рынках, использованию новых финансовых инструментов, позволяющих решать ключевые проблемы финансов: платежеспособность, ликвидность, доходность и оптимальное соотношение собственных и заемных источников финансирования.

2 МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

2.1 Механизм влияния структуры капитала на эффективность деятельности предприятия

Одной из базовых характеристик экономики и страны в целом независимо от поставленных целей – обеспечение конкурентоспособности, безопасности, стабильности или устойчивого развития – является ее эффективность. В России на сегодня не уделяется должное внимание процессам формирования эффективности. Трансформация общественно-экономического строя в стране, формирование рыночной инфраструктуры, кризисное состояние отдельных предприятий закономерно приводят к потере эффективности. Именно это обуславливает необходимость исследования организационно-экономических основ влияния структуры капитала на эффективность предприятия.

Важность этой ключевой категории объясняет существование большого количества трудов, посвященных различным аспектам ее исследования (с точки зрения методологии определения количественных оценок).

Для эффективного и успешного функционирования и обеспечения конкурентоспособности предприятий необходимо качественно развивать не только материально-технические, структурно-функциональные, социально-трудовые, но и финансовые элементы эффективности. Это обусловливает особое внимание руководителей предпринимательских структур к эффективному и целесообразному использованию финансовых ресурсов.

Эффективность деятельности в трудах многих ученых определяется как объем собственных, заемных и привлеченных финансовых ресурсов предприятия, которыми оно может распоряжаться для осуществления текущих и перспективных затрат. Эти ресурсы участвуют в производственно-хозяйственной деятельности и привлекаются для финансирования определенных стратегических направлений развития предприятия. Таким образом, эффективность деятельности обеспечивает возможность трансформации ресурсного и производственного потенциалов в результаты деятельности предприятия. Не менее важна и его роль в воспроизводственных процессах на предприятии. В состав эффективности деятельности включаются различные финансовые ресурсы, состоящие, в свою очередь, из уставного, добавочного и резервного капиталов, целевого финансирования, фондов накопления, оборотных активов и тому подобное. Таким образом, эффективность деятельности можно определить как финансовые ресурсы, по поводу которых возникают отношения на предприятии с целью достижения его эффективного и рентабельного функционирования.

Выделение эффективности обусловлено спецификой деятельности предприятий общегосударственного значения, поскольку большинство их программ финансируется через ведомственные органы разных уровней, поэтому объемы деятельности таких предприятий ограничены размером выделенных финансовых ресурсов без практической возможности поиска и выявления альтернативных источников. Таким образом, эффективность деятельности

обеспечивает возможность трансформации ресурсного и производственного потенциалов в результаты деятельности предприятия. В определенной степени эффективность деятельности выступает в роли рычага, что формирует механизм динамической трансформации ресурсов в результаты деятельности предприятия. Не менее важна и его роль в воспроизводственных процессах на предприятии.

Сегодня одной из основных проблем оценки эффективности деятельности предприятия является разница между реальной и балансовой стоимостью финансового капитала предприятия.

Ситуация ухудшается еще и тем фактом, что для собственников и инвесторов, по сути, почти не важна общая финансовая стоимость предприятия в отличие от возможного дохода, который они могут получить.

Финансовый капитал предприятия как экономическая категория существует объективно и его природа определяется не общественно-экономической формацией или типом экономической системы государства, а реальным процессом формирования предпринимательских структур и механизмом осуществления финансирования их деятельности. Чтобы определиться в понимании финансового капитала предприятия, необходимо раскрыть основные признаки этой категории.

На наш взгляд, экономическая природа финансового капитала предприятий имеет следующие основные признаки.

Во-первых, финансовый капитал – это экономическая база функционирования и обеспечения не только отдельного предприятия, но и объективное условие обеспечения развития государства и общества.

Во-вторых, финансовый капитал, его величина и структура отражают процессы обеспечения, распределения, использования и воспроизводства финансовых ресурсов на предприятии. Он является основой определения эффективности формирования и использования собственных и заемных финансовых ресурсов.

В-третьих, финансовый капитал влияет на формирование основных и оборотных средств предприятия. Без финансового капитала и его движения другие факторы производства дают незначительный результат.

В-четвертых, финансовый капитал является одной из основных характеристик уровня эффективности общей деятельности предприятия. Это связано с процессами формирования, распределения и использования прибыли, способностью постоянного наращивания и капитализации финансовых ресурсов.

В-пятых, составляющая финансового капитала предприятия, собственный финансовый капитал является базой для определения рыночной стоимости предприятия. Величина собственного капитала предприятия характеризует его кредитоспособность и инвестиционную привлекательность, что формирует базу оценки его рыночной стоимости.

Кроме того, в последнее время в зарубежной экономической литературе довольно часто звучит критика традиционных финансовых показателей, источником которых является система бухгалтерского учета и финансовой

отчетности. Эта критика направлена на ретроспективный характер этих показателей, поскольку они отражают лишь результаты прошлой финансовой деятельности предприятия и не способны реально оценить его будущие финансовые возможности. Очень часто желание руководства измерять все с помощью исключительно финансовых показателей приводит к разрушительным явлениям в стратегической перспективе предприятия и, в конечном счете, к его финансовому краху.

Учитывая вышеприведенные недостатки, можно утверждать о невозможности их практического применения для оценки эффективности деятельности. Преодолеть эти недостатки можно, только применяя сбалансированную систему показателей (ССП), которая на сегодня признана одной из наиболее оптимальных систем оценки, может быть использована как оценочная система финансового потенциала предприятия [37].

ССП можно определить как тщательно подобранный набор показателей, которые поддаются количественному измерению и основываются на стратегии предприятия [36]. Если попробовать объяснить основную идею ССП одной фразой, то это может быть выражено следующим образом: оценивать следует целую систему показателей, которые принципиально связаны между собой.

Исследователи утверждают, что деятельность предприятия необходимо рассматривать одновременно в четырех направлениях [36]: финансовые результаты, отношение к клиентам, внутренние бизнес-процессы, персонал и способность к развитию. Кроме того, основатели ССП Дэвид Нортон и Роберт Каплан подчеркивают, что финансовые индикаторы в системе должно быть не более 20 %, поскольку они являются результатами других показателей, которые имеют, в принципе, нефинансовый характер. ССП является очень динамичной системой, набор показателей в составе которой может меняться в зависимости от потребностей стратегического управления.

Управление процессами формирования, размещения и использования финансовых ресурсов требует прежде всего четкой терминологической определенности. Речь идет как о понятии «финансовые ресурсы», так и источниках их формирования, формах концентрации и направлениях использования. Это важно и в теоретическом, и в практическом аспектах. Существующие подходы к определению сущности и состава финансовых ресурсов базируются на расширенной их трактовке. Поэтому иногда создается иллюзия наличия довольно значительного эффекта деятельности, что не соответствует действительности на самом деле и приводит к серьезным ошибкам и просчетам, в частности, в сфере прогнозирования социально-экономического развития.

Неоднозначность определения понятия «финансовые ресурсы» отражает, во-первых, оторванность отечественной экономической науки от тех процессов, превращений и явлений, которые сейчас происходят в российской экономике. Во-вторых, это свидетельствует об определенном непонимании функционирования

рыночной экономики и ее законов, которые постепенно, но неуклонно приходят на смену командно-административной системе.

Для оценки эффективности деятельности предприятия ССП использует четыре стандартные перспективы [36]: финансы, клиенты, внутренние бизнес-процессы, обучение и рост (рисунок 2.1).

Перспектива «финансы» показывает, как предприятие будет повышать свою акционерную стоимость и приносить пользу своим владельцам [36].

Перспектива «клиенты» показывает, как выглядит предприятие с точки зрения своих клиентов и характеризует его рыночное положение. В рамках представленной перспективы выявления основных критериев эффективности является достаточно непростой задачей, требующей детального анализа потребностей [36].

Перспектива «внутренние бизнес-процессы» в значительной степени определяется перспективой «клиенты», идентифицирует основные процессы, подлежащие усовершенствованию и развитию с целью увеличения конкурентных преимуществ [36].

Перспектива «обучение и рост» отражает наиболее важные элементы культуры, технологии и навыки персонала предприятия, которые необходимы для достижения определенного уровня внутренних процессов [36].

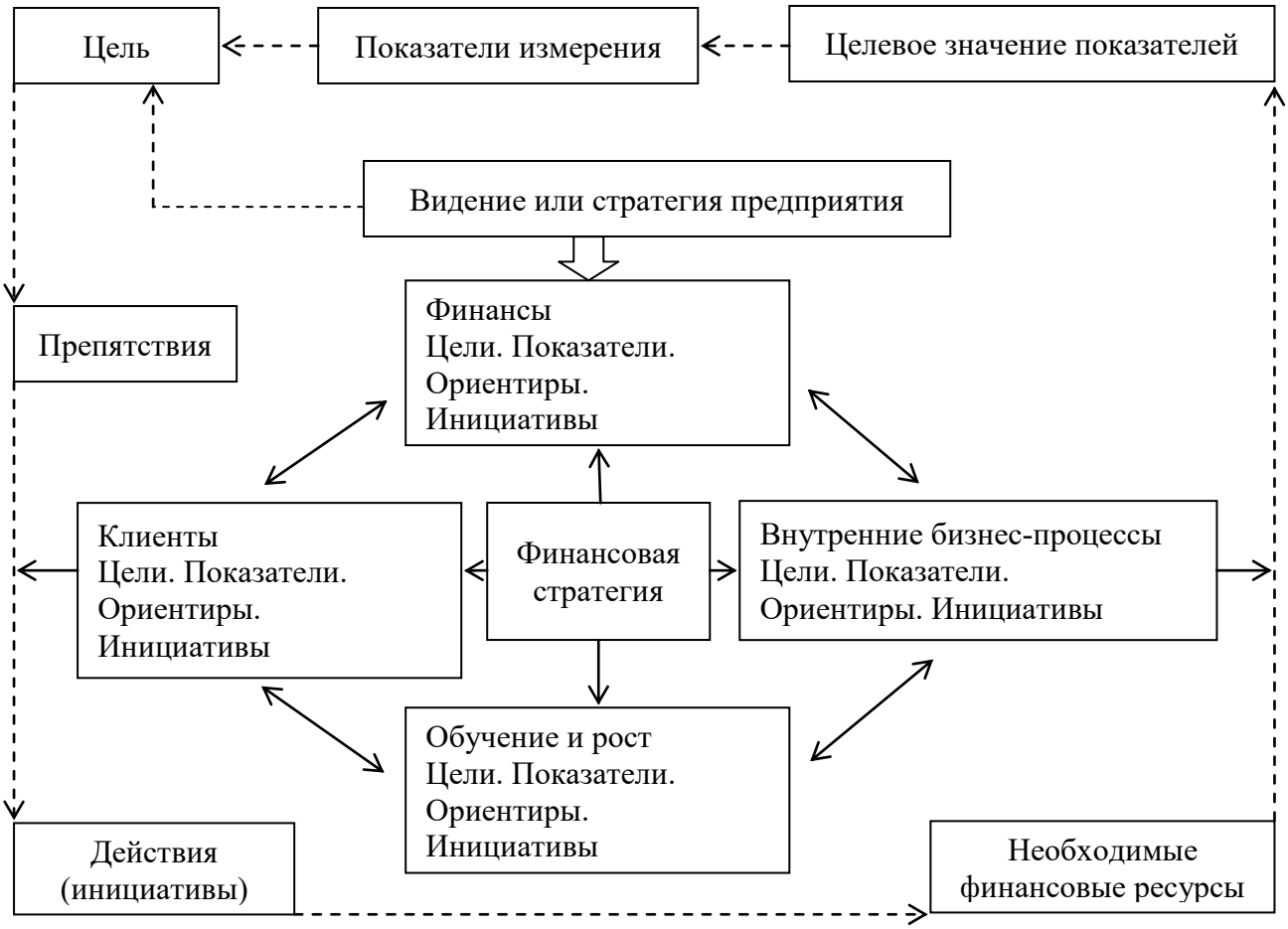

Рисунок 2.1 – ССП оценки эффективности деятельности предприятия

Таким образом, логичность и структурированность ССП создает совершенную модель оценки эффективности деятельности предприятия, что позволяет применять ее как для финансовых целей предприятия, так и в условиях линейных подразделений.

Таким образом, проведенный анализ сущности ССП дает возможность утверждать:

1) ССП является наиболее эффективной системой оценки и измерения деятельности предприятия;

2) ССП может быть применена как система оценки эффективности деятельности предприятия;

3) разработанная схема ССП оценки эффективности деятельности предприятия учитывает все его составляющие.

Внедрение предложенных рекомендаций в процесс формирования методики оценки эффективности деятельности предприятия позволит выработать на предприятиях более эффективную финансовую тактику и стратегию, выбрать рациональный курс.

Взглянем на некоторые из тех определений, которые были сформулированы российскими экономистами.

Финансовые ресурсы в «Очерках теории советских финансов» определяются как выраженная в деньгах часть национального дохода, которая может быть использована государством на цели расширенного воспроизводства и на общегосударственные расходы». Итак, согласно с таким определением «финансовые ресурсы» должны быть выражены в деньгах, но не обязательно они являются денежными средствами, что означает возможность существования финансовых ресурсов и материальной форме, но выраженной в деньгах. Согласно с этим толкованием можно сделать вывод, что финансовыми ресурсами является та часть национального дохода, которая используется для расширенного воспроизводства и покрывает общегосударственные расходы.

Н. Сычев финансовые ресурсы характеризует как «денежные накопления и денежные фонды, создаваемые предприятиями, объединениями в процессе распределения и перераспределения общественного продукта и национального дохода» [46].

В связи с этим определением финансовыми ресурсами являются только денежные накопления и фонды. Следовательно, в отличие от вышеупомянутого толкования автор, во-первых, исключает существования финансовых ресурсов в любой иной форме, кроме денежной. Во-вторых, финансовые ресурсы создаются в результате распределения и перераспределения не только национального дохода и общественного продукта.

Многие из российских ученых-экономистов (С. Василиков, А. Загородний, В. Зятковский, М. Коробов, Г. Нам, Ю. Петренко, А. Романенко) считает, что финансовые ресурсы – это денежные средства (накопления, накопления, доходы), имеющиеся в распоряжении государства и предприятий [13, 14, 38].

Рассмотрим их точки зрения относительно определения сущности финансовых ресурсов.

А. Загородний определяет, что «финансовые ресурсы – это совокупность средств, находящихся в распоряжении государства и субъектов хозяйствования» [13]. То есть, по мнению этого автора, признаком финансовых ресурсов является существование их только в денежной форме и пребывание в распоряжении государства и субъектов хозяйствования [45].

А. Василиков в соавторстве с К. Павлюков определяют, что «финансовые ресурсы – это денежные фонды, которые создаются в процессе распределения, перераспределения и использования валового национального продукта, созданного за определенный период в государстве» [9]. Эти авторы отмечают, что финансовыми ресурсами является не просто средства, а средства в фондовой форме, то есть те, которые имеют целевое назначение.

Следовательно, для предприятий все денежные средства являются финансовыми ресурсами, но это не просто деньги, а именно те средства, обеспечивающие хозяйственную деятельность предприятия, как текущую, так и на цели расширенного воспроизводства.

Мы рассматриваем финансовые ресурсы как категории финансов субъектов хозяйствования, сумма средств, направленных в основные средства и оборотные средства предприятия.

Финансовые ресурсы, которые используются предприятиями, классифицируются по многим разными признаками: по круговороту, по использованию, по праву собственности. В связи с этим можно предложить следующую классификацию финансовых ресурсов (рисунок 2.2) [17].

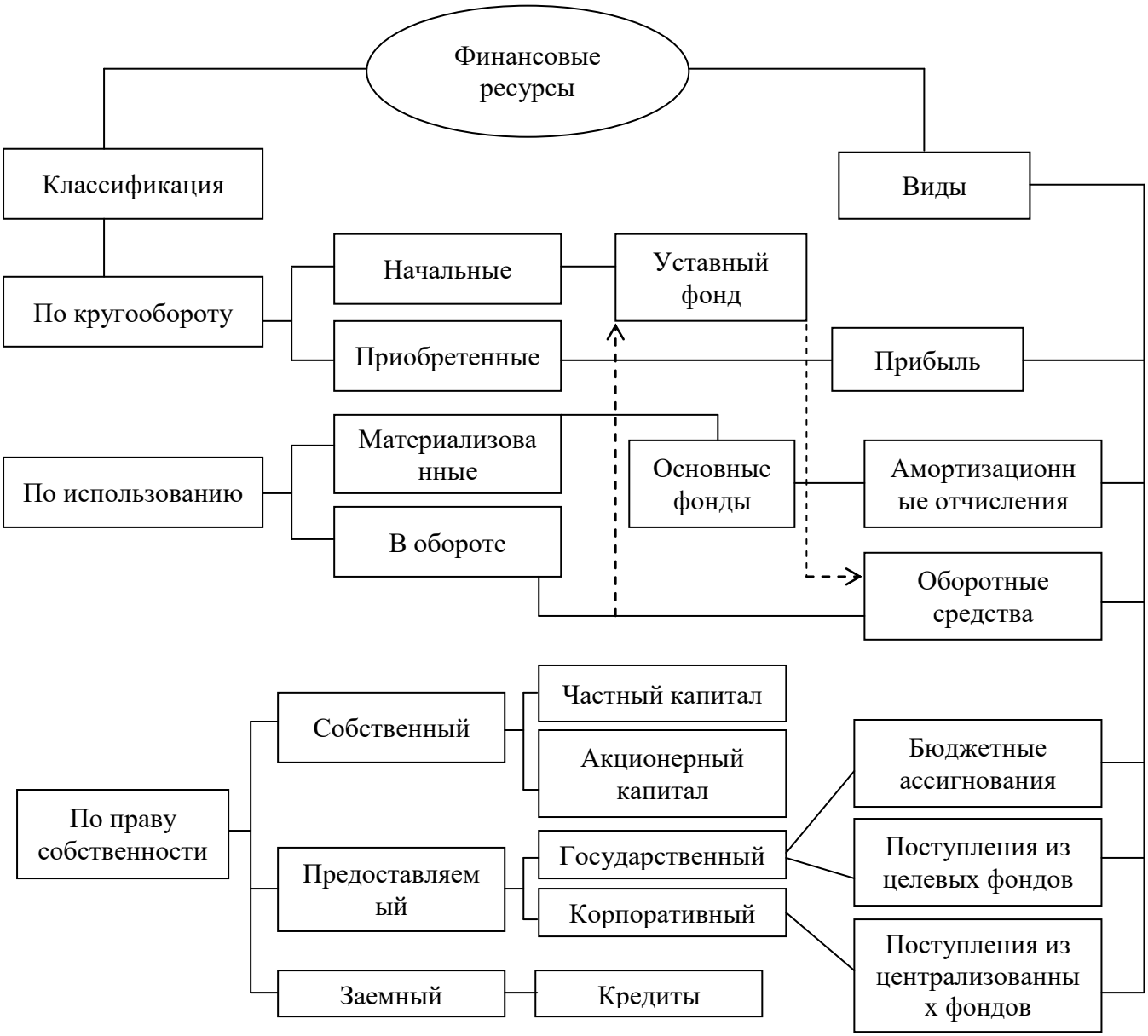

Рисунок 2.2 – Классификация финансовых ресурсов предприятия

Эффективность процесса формирования, распределения, использования финансовых ресурсов на предприятии, уровень его финансовой устойчивости, способность выполнять свои обязательства невозможно определить без проведения анализа результатов деятельности предприятия.

На основе данных бухгалтерского учета энергетических предприятий УРФО определим уровень их ликвидности и финансовой устойчивости (таблица. 2.1).

Таблица 2.1 – Показатели ликвидности и финансовой устойчивости за 2017 год

Показатели оценки эффективности управления капиталом предприятия	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Коэффициент автономии	0,47	0,83	0,56	0,04
Коэффициент финансовой независимости	0,47	0,83	0,56	0,04

Окончание таблицы 2.1

Показатели оценки эффективности управления капиталом предприятия	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Коэффициент финансовой устойчивости	0,88	0,91	0,94	0,04
Коэффициент задолженности	0,13	0,09	0,06	0,96
Коэффициент финансирования	0,89	4,92	1,27	0,04
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,05	0,65	3,71	0,05
Коэффициент текущей ликвидности	0,53	0,65	4,74	1,00
Общий коэффициент покрытия	0,54	1,17	5,44	1,00

Проанализировав проведенные расчеты (таблицы 2.1), видим, что значения коэффициентов ликвидности свидетельствуют о неспособности предприятий своевременно рассчитываться по своим обязательствам.

Нормальным считается значение коэффициента 1,5–2,5, в зависимости от отрасли экономики. Значение ниже 1 говорит о высоком финансовом риске, связанном с тем, что предприятие не в состоянии стабильно оплачивать текущие счета.

Так, общий коэффициент покрытия свидетельствует о том, что субъекты хозяйствования являются платежеспособными, но имеют признаки финансового риска в оплате долгов, значения коэффициентов абсолютной ликвидности ниже нормативных и свидетельствуют о недостаточности денежных средств для немедленного покрытия обязательств.

Таблица 2.2 – Соответствие фактических значений показателей финансовой устойчивости и ликвидности предприятий нормативным

Предприятие	Коэффициент							
	автономии	финансовой независимости	финансовой устойчивости	задолженности	финансирования	абсолютной ликвидности	текущей ликвидности	покрытия
АО «ЮРЭСК»	-	-	+	+	-	-	-	-
АО «Тюменьэнерго»	+	+	+	-	+	-	-	-
ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	+	+	+	-	+	-	+	+
ООО «НЭСКО»	-	-	-	+	-	-	-	-

Коэффициент текущей ликвидности свидетельствует о невозможности предприятия немедленно погасить свои текущие обязательства. Коэффициенты финансовой устойчивости также характеризуют не достаточно эффективную политику формирования и использования финансовых ресурсов предприятий и

возможность возникновения затруднений относительно стабильности их деятельности в будущем.

Фактические значения коэффициентов автономии АО «ЮРЭСК» и ООО «НЭСКО» ниже нормативных (0,5), что свидетельствует о значительной зависимости данных предприятий от кредиторов и о довольно существенной доли заемного капитала в общей величине капитала предприятия.

Из расчетов видно, что на сегодняшний день для подавляющего большинства предприятий актуальным вопросом является оптимизация структуры капитала. Это такое соотношение между собственным и заемным капиталом, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между доходностью и финансовой устойчивостью предприятия.

Часто возникает вопрос что же понимают под оптимальной структурой капитала предприятия.

Однозначного определения этого понятия нет, поскольку разные авторы трактуют оптимальность структурирования капитала дифференцированно по определенным показателям.

Например, такие авторы, как Бригхем Е., Стоянова Е. Никбахт Е. Гроппелли А. Крейнина, дают определение оптимальной структуры капитала как определенного соотношения собственного и заемного капитала, которая приводит к максимизации стоимости акций предприятий. То есть критерием оптимальности структуры капитала эти авторы определяют максимальную цену акций предприятий [7, 29, 39, 49].

Вторая группа авторов в качестве критерия оптимизации соотношения собственного и заимствованного капиталов выделяет стоимость предприятия (фирмы) в целом. К этой группе можно отнести Шима Дж. К., Сигела Дж. Г., Ковалева Ст., Терещенко А. и др. [51].

Так, по утверждению этих авторов, целью оптимизации структуры капитала предприятия является формирование оптимального соотношения различных источников финансирования деятельности предприятия, при котором максимизируется стоимость самого предприятия.

В развитии критерия определения оптимальности структуры капитала предприятия некоторые авторы акцентируют внимание на выделении еще одного критериального аспекта, который и максимизирует стоимость предприятия. Это соотношение рентабельности собственного капитала и финансовой устойчивости предприятия. Именно этот критерий выделен такими авторами, как Бланк Ст., Павловская, А. Притуляк, Невмержицкая Н., Коваленко Л., Ремнева П. и другие [2, 26, 41]. Так, Бланк В. отмечает, что оптимальная структура капитала - это такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия [2].

Как видим, не существует единого рецепта рационального соотношения собственного и заемного капитала. Однако существует ряд объективных и

субъективных факторов, использование которых дает возможность целенаправленно формировать структуру капитала, которая бы обеспечила условия наиболее эффективное его использования предприятием. Среди них можно выделить:

1) отраслевые особенности деятельности предприятия, которые определяют структуру активов и их ликвидность;

2) уровень деловой активности предприятия;

3) стадию жизненного цикла предприятия;

4) конъюнктуру товарного и финансового рынков. Чем она стабильнее, тем использование заемного капитала является более безопасным.

С учетом этих факторов политика формирования структуры капитала сводится к определению оптимальной для предприятия пропорций использования собственного и заемного капитала. Основными методическими подходами к решению задачи оптимизации структуры капитала являются.

1. Метод оптимизации структуры капитала по критерию максимизации уровня прогнозируемой финансовой рентабельности. Этот метод основывается на многовариантных расчетах уровня финансовой рентабельности при разной структуре капитала. Последняя выражается через такой показатель, как эффект финансового рычага.

При применении данного методического подхода необходимо помнить, что финансовый леверидж – это использование предприятием заемного капитала, которое влияет на изменение доходности собственного капитала и дает ему возможность получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Необходимо отметить, что эффект финансового левериджа может быть величиной как положительной, так и отрицательной. Кроме того, этот эффект возникает благодаря использованию не только платного кредита, но и бесплатных заемных ресурсов (кредиторской задолженности).

И чем выше доля последних в общей сумме заемных средств, тем выше значение эффекта финансового левериджа.

Положительный эффект финансового левериджа возникает в тех случаях, когда заемный капитал, который получен под фиксированный процент, используется предприятием в процессе деятельности таким образом, что приносит более высокую прибыль, чем финансовые расходы, то есть доходность совокупного капитала превышает средневзвешенную цену заемных ресурсов;

2. Метод оптимизации структуры капитала по критерию минимизации стоимости. Метод основывается на предварительной оценке собственного и заимствованного капиталов по различным условиям их формирования, обслуживания и осуществления многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала и, таким образом, поиска наиболее реальной рыночной стоимости предприятия.

3. Метод оптимизации структуры капитала по критерию финансовых рисков. Он связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов предприятия:

внеоборотных активов, оборотных активов (с разбивкой их на постоянную и переменную части).

Как видим, в основе каждого из вышеуказанных методов лежит только один конкретный показатель. Но, по нашему мнению, наиболее рациональным по достижению оптимальности соотношения структурных элементов капитала предприятия может быть метод, который основывается на одновременной максимизации роста рентабельности собственного капитала и минимизации средневзвешенной стоимости капитала.

Так, метод оптимизации целевой структуры капитала по критерию максимизации уровня прогнозируемой финансовой рентабельности (рентабельности собственного капитала) дает возможность расчетно найти только оптимальную величину эффекта финансового рычага. Если использовать только его, то второй аспект достаточности собственных средств для нормального функционирования предприятия – его платежеспособность – может быть недопустимо заниженным. То есть оптимально большой уровень эффекта финансового рычага определяет рост рентабельности собственного капитала и в то же время, как правило, приводит к ухудшению финансового состояния предприятия. А именно – к нарушению условий платежеспособности и, как следствие, к нехватке собственных денежных средств у предприятия.

Формирование оптимальной структуры капитала по критерию минимизации его стоимости также может привести к потере предприятием своей финансовой устойчивости. Ведь как правило, стоимость собственного капитала выше, чем заемного, и конечно политика формирования финансовых ресурсов будет акцентировано преимущественно на использование привлеченных средств.

Но общая рекомендация большинства ученых сводится к тому, что 100% заемный капитал и исключительно собственное финансирование являются неоптимальными стратегиями управления, поэтому необходимо рассчитать такую структуру капитала, при которой средневзвешенная стоимость капитала и величина финансового левериджа будут самыми оптимальными.

Путем построения комплексной модели определим оптимальную структуру финансовых ресурсов АО «ЮРЭСК» по критерию одновременной минимизации стоимости капитала и максимизации эффекта финансового левериджа (таблица 2.3).

Таблица 2.3 – Расчет оптимальной структуры финансовых ресурсов предприятия по критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала и максимизации эффекта финансового левериджа

Показатель	Вариант расчета									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Собственный капитала, %	50	50	50	38	38	31	31	66	66	45
Заемный капитал, %	50	50	50	62	62	69	69	34	34	55

Продолжение таблицы 2.3

Показатель	Вариант расчета									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
в том числе										
краткосрочные и долгосрочные кредиты банков, %	50	100	0	80	20	100	0	100	0	100
текущие обязательства, %	50	0	100	20	80	0	100	0	100	0
Плечо финансового рычага	1,00	1,00	1,00	1,63	1,63	2,23	2,23	0,52	0,52	1,22
Ставка процента за кредит	15,98	15,98	15,98	15,98	15,98	15,98	15,98	15,98	15,98	15,98
Ставка налога на прибыль	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ставка процента за кредит с учетом налогового корректора	11,98	11,98	11,98	11,98	11,98	11,98	11,98	11,98	11,98	11,98
Стоимость собственного капитала	11,68	11,68	11,68	11,68	11,68	11,68	11,68	11,68	11,68	11,68
Собственного капитала	5,8	5,8	5,8	4,4	4,4	3,6	3,6	7,7	7,7	5,3
Заемного капитала	3,0	6,0	0,0	5,9	1,5	8,3	0,0	4,1	0,0	6,6
Средневзвешенная стоимость капитала (СВК)	4,4	5,9	2,9	5,4	2,6	6,8	1,1	6,5	5,1	6,0
Финансовый результат от операционной деятельности	1414	1414	1414	1414	1414	1414	1414	1414	1414	1414
Расходы по процентам	9251	1850	0	18354	4588	2553	0	12581	0	2035
Финансовый результат от обычной деятельности до налогообложения	4897	-4354	1414	-4206	9560	-1138	1414	1567	1414	-6204
Чистая прибыль	3673	-3265	1061	-3154	7170	-8538	1061	1175	1061	-4653
Рентабельность совокупного капитала, %	2,1	-1,8	6,0	-1,8	4,0	6,0	0,7	6,0	-2,6	1,5
Рентабельность собственного капитала	4,1	-3,7	11,9	-4,7	10,6	-15,5	19,2	1,0	9,0	-5,8
Прирост чистой рентабельности	-	-7,8	15,6	-16,6	15,2	-26,0	34,7	-18,2	8,0	-14,8

Окончание таблицы 2.3

Показатель	Вариант расчета									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
собственного капитала, %										
Эффект финансового левериджа, %	-0,7	-5,9	4,5	-9,4	3,1	-21,8	9,9	-1,3	2,3	-8,4

В результате расчетов можем отметить, что лучшим вариантом соотношения между собственным и заемным капиталом предприятия является 7-й вариант, где доля собственного капитала составляет 31 %, а заемного – 69 %. Причем заемный капитал в целом сформирован за 100 % текущими обязательствами по расчетам. При этом условии предприятие имеет наибольшее значение показателя плеча финансового рычага – 2,23, эффекта финансового левериджа 9,94 % и прироста доходности собственного капитала 34,66 %. Кроме того, при формировании финансовых ресурсов придерживаясь данного соотношения собственного и заемного капитала, имеем самое низкое значение средневзвешенной стоимости капитала.

Худшим вариантом структуры капитала для предприятия является шестой (31:69). По этому варианту 100 % заемный капитал сформирован за счет привлечения кредитов банка.

В этом случае будем иметь наибольшую убыточность собственного капитала – 21,8 % и средневзвешенную стоимость капитала – 6,83 %.

Следовательно, предложенный порядок поэтапных расчетов по формированию оптимальной целевой структуры капитала даст возможность не только оперативно и оптимально структурировать капитал предприятия в его имущественном и финансовом воплощениях, но и спрогнозировать максимальный рост рентабельности собственного капитала и финансовой устойчивости предприятия на будущее, разработать общие возможные направления повышения эффективности деятельности предприятия в целом.

Однако необходимо отметить, что, кроме трех видов политики формирования активов, предприятия могут выбирать и другие, которые предусматривают изменение пропорций использования отдельных источников капитала для формирования определенных элементов активов. В процессе такого выбора учитывают индивидуальные особенности предприятия.

2.2 Методика оценки структуры капитала предприятия

Анализ литературных источников по оценке финансовой устойчивости предприятий и формирования на этой основе оптимального баланса между собственным и привлеченным капиталом свидетельствует о существовании определенных противоречий и неоднозначности в определении финансовых показателей для проведения рейтинговой оценки деятельности предприятий. Разные методики имеют разный набор коэффициентов. Следовательно, существует необходимость исследования совокупности показателей,

предложенных различными авторами для построения методики оценки структуры капитала, а также получения наиболее полной и достоверной информации о финансово-имущественном состоянии предприятия, финансовой устойчивости в частности.

Большое количество методик, которые предлагаются в литературе, содержат, в основном, наборы аналитических коэффициентов, что говорит о том, что до настоящего времени нет универсальной методики оценки структуры капитала. Проанализировав учебную литературу по экономическому и финансовому анализу [10; 52; 53, с. 160–350; 16; 18; 20; 26; 27; 34; 35], можно сделать выводы, что на сегодняшний день среди ведущих ученых и ученых нет единства относительно применения коэффициентов финансовой устойчивости. Кроме того, нет единства и относительно наименования этих коэффициентов. Авторы приводят одинаковый расчет показателей, при этом по-разному интерпретируя их название, для большинства авторов необходимыми являются только 6 показателей, чтобы охарактеризовать финансовую устойчивость предприятия: коэффициент финансовой зависимости, коэффициент маневренности собственного капитала, коэффициент долгосрочного привлечения заемного капитала, коэффициент соотношения привлеченного и собственного капитала, коэффициент финансовой независимости и коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами. Однако такие авторы как Н.А. Болюх и М.И. Горбатюк [53, с. 160–350] считают необходимым определять не только общепринятые показатели, чтобы охарактеризовать финансовую устойчивость предприятия, но и дополнительные. С целью получения наиболее полной и достоверной информации о финансовом состоянии предприятия необходимо определять также и показатели устойчивости экономического роста, коэффициент чистой выручки, коэффициент накопления амортизации и общий коэффициент покрытия.

В целом использование в России финансовых коэффициентов имеет свои недостатки. Во-первых, много коэффициентов было взято из западной литературы без каких-либо комментариев или минимальной интерпретации специфики функционирования российских предприятий в неустойчивом экономической и политической среде. Во-вторых, в отличие от западной практики, которой известны десятки аналитических коэффициентов, хотя при проведении реального анализа их отбирают, ориентируясь на определенный круг пользователей, отечественные аналитики чаще всего предлагают практикам рассчитывать все возможные коэффициенты «оптом», что нередко приводит к множественности расчетов и отсутствию понимания цели подобных расчетов [5].

По убеждению Н.Л. Котляра, недостатком применение анализа с помощью коэффициентов является сложность относительно окончательного заключения о состоянии предприятия, поскольку общая картина по показателям часто неоднородна [5]. Так, если по одному параметру предприятие имеет достаточно неплохое состояние, то по другим может поражать своими плохими

показателями. Этот фактор усиливает субъективность мнения самого аналитика, то есть его склонность считать определенный параметр более или менее важным.

Данный фактор может быть и положительным с той точки зрения, что не каждый аналитик сможет провести качественный анализ и взять на себя ответственность за правильность сделанных выводов, рекомендаций и, как следствие, это приведет к росту роли и профессиональных научных работников финансовых служб предприятий и внешних аналитиков.

Преимуществами же применение относительных показателей для оценки финансовой устойчивости предприятия Г.Л. Котляр считает его методологическую прозрачность, то есть вычисление коэффициентов не требует специальных математических знаний, и любое лицо, что в достаточной степени владеет экономической терминологией, способно понять значения показателей.

Но, необходимо заметить, что методика расчета того или иного показателя должна быть приспособлена к существующим формам финансовой отчетности или содержать ссылки на точный источник данных. В этом случае процесс расчета коэффициентов будет легким, прозрачным и обеспечит сопоставимость результатов, а руководство предприятия сможет своевременно получать оперативную информацию, что позволит выявить слабые места еще на ранних этапах и вовремя принять все нужные меры.

Обобщив все вышесказанное, можно сделать вывод, что анализ финансовой устойчивости может включать любое количество показателей от четырех до двадцати, это зависит от потребностей пользователей такой информации. Однако, по мнению автора, анализ будет только тогда целесообразным и эффективным, если он осуществляется на основе аналитических показателей деятельности предприятия, охватывает все сферы его функционирования, с целью обеспечения выявления всех факторов, имеющих влияние на такую деятельность.

Проведенный обзор литературных источников показал отсутствие единой методики оценки финансовой устойчивости предприятия. В связи с этим предлагается усовершенствованная методика оптимизации структуры капитала (рисунок 2.3).

Для анализа состава и структуры собственного и привлеченного капитала необходимо оценить изменение величины собственного и привлеченного капитала, изменение размера удельного веса каждой составляющей и их влияние на построение оптимального баланса между собственным и привлеченным капиталом. Анализ динамики предполагает расчет абсолютных отклонений величины как собственного и привлеченного капитала, так и отдельных его составляющих.

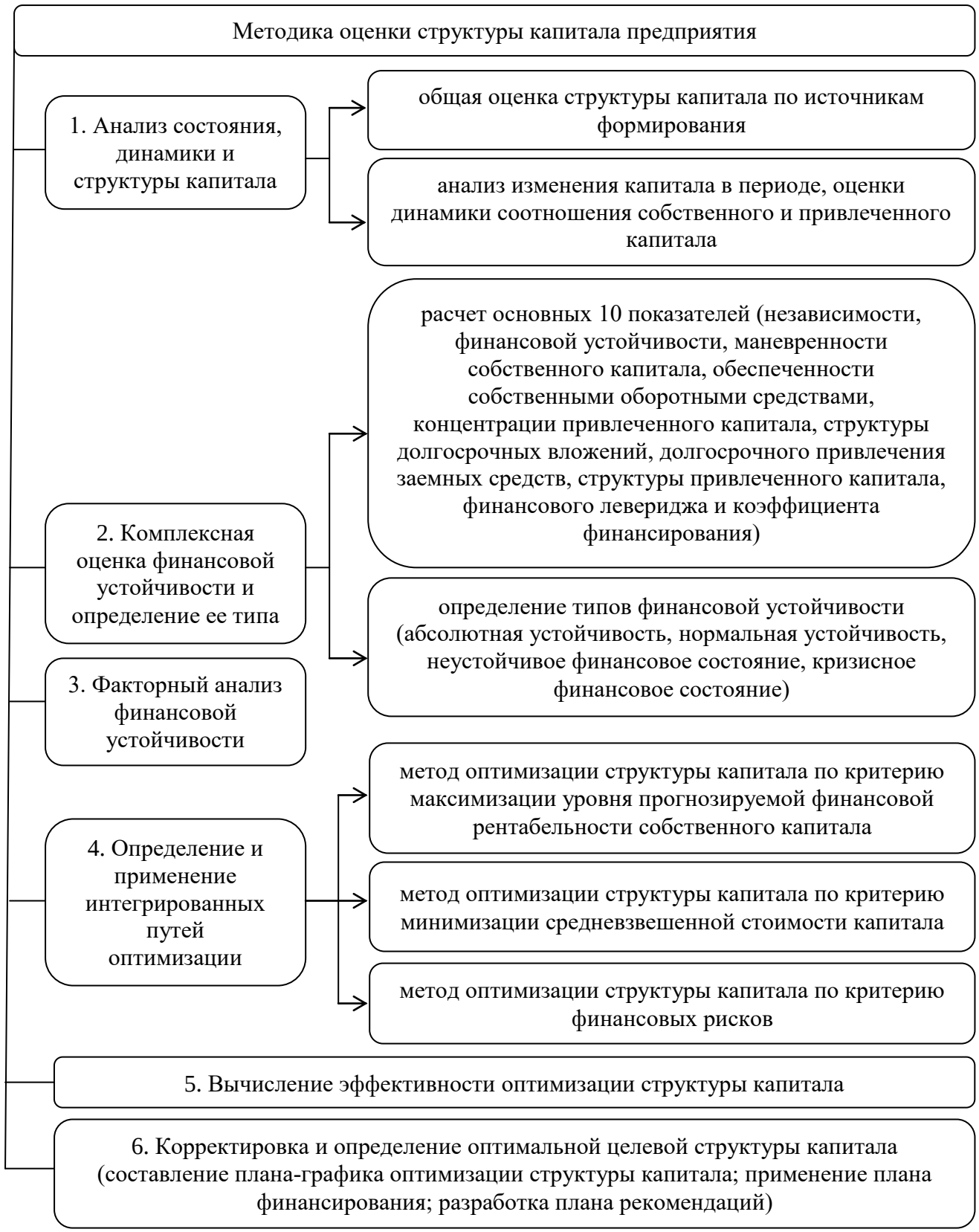

Рисунок 2.3 – Порядок проведения оценки структуры капитала

В процессе дальнейшего исследования необходимо проанализировать изменения по каждой статье собственного и привлеченного капитала, учитывая, что анализ и состав структуры пассивов предприятия должен быть направлен не

на констатацию происходящих процессов, а на изучение возможностей предприятия эффективно работать за счет собственных источников, покрывая при этом свою текущую и долгосрочную задолженность, не теряя запаса финансовой устойчивости.

Оценка изменений, произошедших в структуре источников, может быть разной с позиции инвесторов и с позиции предприятия. Для инвесторов ситуация более надежная, если часть собственного капитала у клиента больше 50 %, что исключает высокий финансовый риск. Предприятия, как правило, заинтересованы в наличии привлеченных средств. Получив заемные средства под меньший процент, чем рентабельность предприятия, можно расширить объемы производства, повысить доходность собственного капитала.

Привлечение заемных средств в оборот предприятия – нормальное явление, что способствует временному улучшению финансового состояния при условии, если средства не замораживаются на продолжительное время в обороте и своевременно возвращаются. В противном случае может возникнуть просроченная кредиторская задолженность, что приводит к выплате штрафов, применению санкций и ухудшению финансового состояния. Использование обязательств влияет как на степень риска, так и на доход предприятия.

Исследования структуры пассива баланса позволяет установить одну из возможных причин финансовой устойчивости (неустойчивости) предприятия. Так увеличение доли собственного капитала за счет любого из источников способствует усилению финансовой устойчивости предприятия. При этом наличие нераспределенной прибыли может рассматриваться как источник пополнения оборотных средств и снижения уровня текущей кредиторской задолженности.

Особая роль анализа структуры капитала при оценке финансовой устойчивости обусловлена его функциями: уставный и дополнительный капитал предприятия дает возможность организовывать процесс производства продукции, применять прогрессивные технологии, высококвалифицированную рабочую силу, усилить собственные позиции на рынке. Кроме того, размер собственного капитала обеспечивает доверие партнеров предприятия (как других предприятий, так и банков), что определяет возможность получить от них финансовые вложения в случае необходимости для устранения действий неблагоприятных факторов. Если объем собственного капитала невелик, то кредиторы имеют определенный предпринимательский риск. Собственный капитал играет роль «буфера», защищающего предприятие от банкротства.

Финансовая зависимость или соотношение между собственным капиталом предприятия и его обязательствами – это ключ к финансовой стабильности и надежности предприятия, с одной стороны, и интенсивности использования капитала и рентабельности в целом – с другой. Чем активнее предприятие использует привлеченный капитал, тем больше у акционеров потенциальных возможностей получить прибыль. Одновременно растет и риск невыполнения всех обязательств, взятых предприятием при привлечении этого капитала.

Эффективность процесса формирования, распределения, использования финансовых ресурсов на предприятии, уровень финансовой устойчивости, способность выполнять свои обязательства невозможно определить без проведения ретроспективного анализа эффективности управления капиталом. Для большей объективности исследований ограничим круг исследуемых предприятий рамками отдельной отрасли промышленности (для примера кондитерской).

Для обеспечения комплексности проведения анализа недостаточным является оценка динамики и структуры собственного капитала предприятий, требуется более детальное исследование финансовой устойчивости предприятий по ряду основных 10 показателей (независимости, финансовой устойчивости, маневренности собственного капитала, обеспеченности собственными оборотными средствами, концентрации привлеченного капитала, структуры долгосрочных вложений, долгосрочного привлечения заемных средств, структуры привлеченного капитала, финансового левериджа и коэффициента финансирования).

Согласно предложенной методики следующим этапом анализа финансовой устойчивости предприятий выступает определение типа финансовой устойчивости.

На сегодняшний день для подавляющего большинства предприятий актуальным вопросом выступает оптимизация структуры капитала. Это такое соотношение между собственным и заемным капиталом, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между доходностью и финансовой устойчивостью предприятия.

Такие авторы, как Е. Бригхем, А. Гроппели, Е. Никбахт, М. Крейнина, Е. Стоянова [8; 30; 38], определяют оптимальную структуру капитала как определенное соотношение собственного и заемного капитала, которое приводит к максимизации стоимости акций предприятий. То есть критерием оптимальности структуры капитала эти исследователи считают максимальную цену акций обществ.

Другая часть ученых как критерий оптимизации соотношения собственного и заемного капиталов выделяет стоимость предприятий в целом. К этой группе можно отнести В. Ковалева, Дж. Г. Сигела, А. Терещенко, Дж. К. Шима и др. [19, с. 12–130]. По их мнению, в целях оптимизации структуры капитала предприятия является формирование оптимального соотношения различных источников финансирования деятельности предприятия, при котором максимизируется стоимость самого предприятия.

Еще один критерий оптимальной структуры капитала – соотношение рентабельности собственного капитала и финансовой устойчивости предприятия, выделяется такими исследователями, как Бланк, Л. Коваленко, Н. Невмержицкая, А. Павловская, Н. Притуляк, П. Ремнева [3, с. 50–55; 24]. Оптимальная структура капитала – такое соотношение собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между

коэффициентом финансовой рентабельности и финансовой устойчивости предприятия.

Следовательно, единого подхода к определению оптимальной структуры капитала не существует. Очень низкая доля заемного капитала фактически означает, что компания не использует дополнительный источник финансирования (что увеличивает стоимость капитала и необходимой нормы доходности будущих инвестиций). С другой стороны, значительная часть привлеченных источников в структуре капитала повышает достоверность наступления состояния неплатежеспособности и, соответственно, увеличивает риски для инвестора, который также повышает требуемую норму доходности.

Если в 80–90-е гг. XX ст. в развитых странах мира достаточно высокой считали долю заемного капитала на уровне 40–50 %, то в последнем десятилетии приемлемым является соответствующий показатель на уровне 60–70 %.

При этом большинство зарубежных экономистов утверждает, что привлеченные ресурсы дешевле и поэтому выгоднее, по сравнению с собственными. В отечественной же практике обратная картина. Нынешние ставки за кредитные ресурсы являются слишком высокими, их невозможно сравнить с западными. Кроме того, акционеры не могут претендовать на такие высокие ставки дивидендных выплат, как за рубежом. К тому же, по словам Я. Д. Крупки [31], начисление этих выплат производится по остаточному принципу, по ставкам, установленным до фактической суммы чистой прибыли. В условиях низкой рентабельности и ставки дивидендов будут низкими, тогда как ставки платы за кредит не зависят от результатов деятельности.

Оценивая собственные и привлеченные ресурсы, надо иметь в виду еще и то, что заемный капитал является более рисковым, чем собственный.

Вместе с тем, наиболее распространенной и экономически обоснованной является стратегия диверсификации источников финансирования, что повышает гибкость предприятия в меняющейся экономической среде [33, с. 207–208].

Итак, в мировой практике определились некоторые основные пути оптимизации структуры капитала.

1. Метод оптимизации структуры капитала по критерию максимизации уровня прогнозируемой финансовой рентабельности. Этот метод основывается на многовариантных расчетах уровня финансовой рентабельности при разной структуре капитала. Последняя отражается через такой показатель, как эффект финансового рычага (левериджа).

Финансовый леверидж – это использование предприятием заемного капитала, которое влияет на изменение доходности собственного капитала и дает ему возможность получить дополнительную прибыль на собственный капитал. По мнению В.В. Ковалева [21, с. 515–514], финансовый леверидж – это стратегическая характеристика экономического потенциала предприятия.

Эффект финансового левериджа может быть как положительной величиной, так и отрицательной.

Кроме того, этот эффект возникает благодаря использованию не только платного кредита, но и бесплатных заемных ресурсов (кредиторской задолженности). Чем выше доля последних в общей сумме заемных средств, тем выше значение эффекта финансового левериджа.

Положительный эффект финансового левериджа возникает в тех случаях, когда заемный капитал, который получен под фиксированный процент, используется предприятием в процессе деятельности таким образом, что приносит более высокую прибыль, чем финансовые расходы, то есть доходность совокупного капитала превышает средневзвешенную цену заемных ресурсов [6, с. 162].

Е.С. Стоянова сформулировала два важных правила.

Правило № 1 – Если новый заем приносит предприятию повышение уровня эффекта финансового рычага, то такое заимствование выгодно. Но при этом необходимо внимательнейшим образом следить за состоянием дифференциала: при наращивании плеча финансового рычага банкир склонен компенсировать возрастание своего риска повышением цены своего кредита.

Правило № 2 – Риск кредитора выражается величиной дифференциала (разница между экономической рентабельностью активов и средней расчетной ставкой процента по заемным средствам): чем больше дифференциал, тем меньше риск; чем меньше дифференциал, тем больше риск.

Главным выводом этих правил является то, что разумный финансовый менеджер не будет увеличивать любой ценой плечо финансового рычага, а будет регулировать его в зависимости от дифференциала.

Таким образом, в изложенных правилах сформулированы главные критерии формирования рациональной структуры капитала предприятия на основе указанных критериев, но сугубо индивидуально.

Изучение методик оценки эффекта финансового левериджа позволяет сказать, что знание механизма влияния заемного капитала на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия.

2. Метод оптимизации структуры капитала по критерию минимизации стоимости. Метод основывается на предварительной оценке собственного и заемного капиталов в различных условиях их формирования, обслуживания и осуществления многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала и, таким образом, поиска наиболее реальной рыночной стоимости предприятия.

Модель минимизации средневзвешенной стоимости собственного капитала имеет такой вид:

$$СВВК = \sum_{i=1}^{n} Ч_i B_i \rightarrow \min$$

где СВВК – средневзвешенная стоимость собственного капитала общества;

$Ч_i$ – доля *i*-ой составляющей собственного капитала в его общем объеме, %;

$В_i$ – стоимость *i*-ой составляющей капитала;

i – индекс составляющей собственного капитала (уставный капитал, дополнительный, резервный, неоплаченный капитал, нераспределенные прибыли (непокрытые убытки), (*i*=1,...n)).

За рубежом этот метод подвергается значительной критике. Считается, что цена капитала не зависит от его структуры, и поэтому ее невозможно оптимизировать. По такой концепции цена капитала всегда будет выравниваться путем перераспределения ресурсов, которые получают предприятия от физических лиц за операции на фондовом рынке [31, с. 126]. При этом должны быть соблюдены следующие требования: реальный эффективный рынок, отсутствие одинаковый размер процентов для физических и юридических лиц, возможность идентификации предприятия с одинаковыми степенями риска. Соблюдение этих ограничений в отечественной практике является пока невозможным.

3. Метод оптимизации структуры капитала по критерию финансовых рисков. Он связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов предприятия: необоротный актив, оборотный актив (с разделением на постоянную и переменную части).

В основе каждого из вышеуказанных методов лежит только один конкретный показатель.

С учетом нынешних подходов к оптимизации структуры капитала предприятий целесообразно проводить комплексные мероприятия по оптимизации, которые содержат сбалансирование нескольких критериев. По мнению автора, наиболее рациональным по достижению оптимальности соотношения структурных элементов капитала предприятия может быть метод, который основывается на одновременной максимизации роста рентабельности собственного капитала и минимизации средневзвешенной стоимости капитала, поэтому необходимо рассчитать такую структуру капитала, при которой средневзвешенная стоимость капитала и величина финансового левериджа будут самыми оптимальными.

Так, метод оптимизации целевой структуры капитала по критерию максимизации уровня прогнозируемой финансовой рентабельности (рентабельности собственного капитала) дает возможность расчетно найти только оптимальную величину эффекта финансового рычага. Если использовать только его, то второй аспект достаточности собственных средств для нормального функционирования предприятия – его платежеспособность – может быть недопустимо заниженным. То есть оптимально большой уровень эффекта финансового рычага определяет рост рентабельности собственного капитала и в то же время, как правило, приводит к ухудшению финансового состояния предприятия. А именно – к нарушению условий платежеспособности и, как следствие, к нехватке собственных денежных средств у предприятия.

Формирование оптимальной структуры капитала по критерию минимизации его стоимости также может привести к потере предприятием своей финансовой устойчивости. Ведь, как правило, стоимость капитала предприятия выше, чем

заемного, и конечно, политика формирования финансовых ресурсов будет акцентировано преимущественно на использование привлеченных средств.

Но общая рекомендация большинства ученых сводится к тому, что 100 % заемный капитал и исключительно собственное финансирование являются неоптимальными стратегиями управления, поэтому необходимо рассчитать такую структуру капитала, при которой средневзвешенная стоимость капитала и величина финансового левериджа будут самыми оптимальными.

При этом единого подхода к расчету коэффициента валовой рентабельности активов не существует. Так, И.А. Бланк считает, что она определяется, как «...отношение валовой прибыли к средней стоимости активов» [3, с. 436]. Согласно другому подходу, который поддерживает И.Й. Яремко, коэффициент валовой рентабельности активов рассчитывается как отношение чистой прибыли к средней стоимости активов.

На уровень динамики показателей рентабельности оказывает влияние вся совокупность производственно-хозяйственных факторов: уровень организации производства и управления; структура капитала и его источников; степень использования производственных ресурсов; объем, какие и структура продукции; затраты на производство и себестоимость продукции; прибыль по видам деятельности и направления его использования [5, с. 250].

В условиях существования вариативности методов вычисления рентабельности собственного капитала обоснованы преимущества применения для предприятий корреляционно-регрессионной модели, которая предполагает действие шести основных факторов: $x1$ – показатель рентабельности реализации; $x2$ – коэффициент финансовой зависимости; $x3$ – доля текущих обязательств в валюте баланса; $x4$ – коэффициент текущей платежеспособности; $x5$ – коэффициент оборачиваемости текущих активов; $x6$ – коэффициент реинвестирования чистой прибыли.

Многофакторный корреляционно-регрессионный анализ позволяет оценить меру влияния на исследуемый результативный показатель каждого из введенных в модель факторов при фиксированном положении на среднем уровне других факторов Важным условием является отсутствие функциональной связи между факторами.

На заключительных этапах анализа сравниваются затраты с выгодами от оптимизации структуры собственного капитала предприятия с помощью математических расчетов и принимается решение о необходимости осуществления оптимизации структуры капитала общества.

Использование предложенной структурно-логической модели анализа оптимизации структуры капитала предприятия позволяет получить подробную информацию о финансовой устойчивости предприятия, сделать соответствующие выводы о имеющиеся и потенциальные возможности повышения его финансовой устойчивости, а также разработать стратегию избегания кризисных ситуаций и составить в общей форме прогноз хозяйственно-финансового состояния предприятия.

Выводы по разделу 2

Необходимым условием прибыльной деятельности любого предприятия является эффективная и рациональная организация его финансов. Для того чтобы успешно функционировать на рынке, каждое предприятие обязано формировать, распределять и использовать фонды денежных средств, обоснованно привлекать внешние источники финансирования. Недостаток финансовых ресурсов негативно влияет на производственно-хозяйственную деятельность предприятий, что вызывает возникновение и рост задолженностей перед субъектами хозяйствования и уплату налогов. При этом уменьшаются возможности финансирования дальнейшего развития предприятий, сокращаются поступления в бюджет. При этих обстоятельствах важное значение для осуществления финансово-хозяйственной деятельности приобретает формирование в достаточном объеме финансовых ресурсов предприятий.

В результате исследования было уточнено определение понятия финансовых ресурсов с учетом накопленного теоретического опыта и практики формирования, привлечения и использования финансовых ресурсов предприятий; рассмотрено экономическое содержание финансовых ресурсов в современных социально-экономических условиях; проанализирована система управления финансовыми ресурсами, которая сложилась, в плане их оптимального распределения, в результате анализа сделан вывод о неэффективной политике формирования и использования финансовых ресурсов на энергетических предприятиях УРФО; предложен авторский подход к формированию механизма оптимизации структуры капитала и оценки его влияния на финансовый потенциал предприятия.

Функционирование системы стратегического управления капиталом предприятия осложнено отсутствием регламентированной действующим законодательством методики анализа оптимизации структуры собственного капитала акционерного общества. Для преодоления данного недостатка предложен комплекс организационных процедур проведения такого анализа (задачи, факторы формирования оптимальной структуры капитала, объекты и субъекты, информационная база) и порядок проведения анализа оптимизации структуры капитала предприятия. Методика анализа оптимальности структуры капитала построена на сочетании ретроспективного и перспективного анализа финансовой устойчивости предприятий, одновременной максимизации роста рентабельности собственного капитала и минимизации средневзвешенной стоимости капитала. При этом максимизацию рентабельности собственного капитала предложено прогнозировать с использованием шестифакторной корреляционно-регрессионной модели. Применение усовершенствованной методики анализа оптимизации структуры капитала предприятия обеспечивает получение наиболее полной и достоверной информации о финансово-имущественном состоянии предприятия и дает возможность спрогнозировать возможные направления оптимизации структуры капитала ради повышения показателей развития предприятия.

3 ОПТИМИЗАЦИЯ СТУРКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

3.1 Оценка влияния структуры капитала на эффективность деятельности предприятия

Влияние структуры акционерного капитала на стоимость компании и финансовые результаты ее деятельности является предметом научных исследований на протяжении более 80–ти лет, прошедших с момента публикации работы А. Берли и Г. Минза «Современная корпорация и частная собственность». В работе впервые детально была изучена проблема между принципалами (собственниками) и агентами (менеджерами), которая возникает, когда акционерная собственность распылена, и прямое управление компанией акционерами становится экономически нецелесообразно и фактический контроль передается менеджеру. Чем больше дисперсия долей акционерного капитала, тем острее «проблема безбилетника»: наемные менеджеры чувствуют ослабление контроля могут начать преследовать собственные цели, которые далеко не всегда будут соответствовать интересам акционеров, а могут даже быть в ущерб интересам акционеров – менеджеры могут завышать свое вознаграждение, работать менее эффективно, реализовывать проекты с низкой рентабельностью или даже убыточные и т. д. Таким образом, отделение собственности от управления приводит к возникновению агентских издержек, что в свою очередь снижает эффективность компании.

На основе данных бухгалтерского учета энергетических предприятий УРФО проанализируем структуру и динамику финансовых ресурсов за 2017 год (таблица 3.1).

Таблица 3.1– Оценка структуры и динамики источников финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г

Показатель	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Собственные финансовые средства	5 619 241	117 739 800	16 346 059	18 717
Заемные источники финансирования, всего	4 743 343	8 669 792	10 075 630	20
из них: долгосрочные кредиты и займы;	4 743 343	4 001 190	9 319 000	-
- краткосрочные кредиты и займы.	-	4 668 602	756 630	20
Привлеченные ресурсы	1 588 340	6 326 476	772 281	446 358
Итого источников финансовых ресурсов	1 950 924	132 736 068	27 193 970	465 095

Из показателей (таблицы 3.1) можно сделать следующие выводы: основную долю в источниках финансирования предприятия занимают привлеченные

средства в ООО «НЭСКО», в иных исследуемых компаниях доля привлеченных средств составляет незначительную часть.

Привлеченные финансовые ресурсы предприятия – это кредиторская задолженность предприятия. Удельный вес заемных средств в структуре финансовых ресурсов ООО «НЭСКО» составил 96 %.

На (рисунке 3.1) графически представлена структура источников финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г

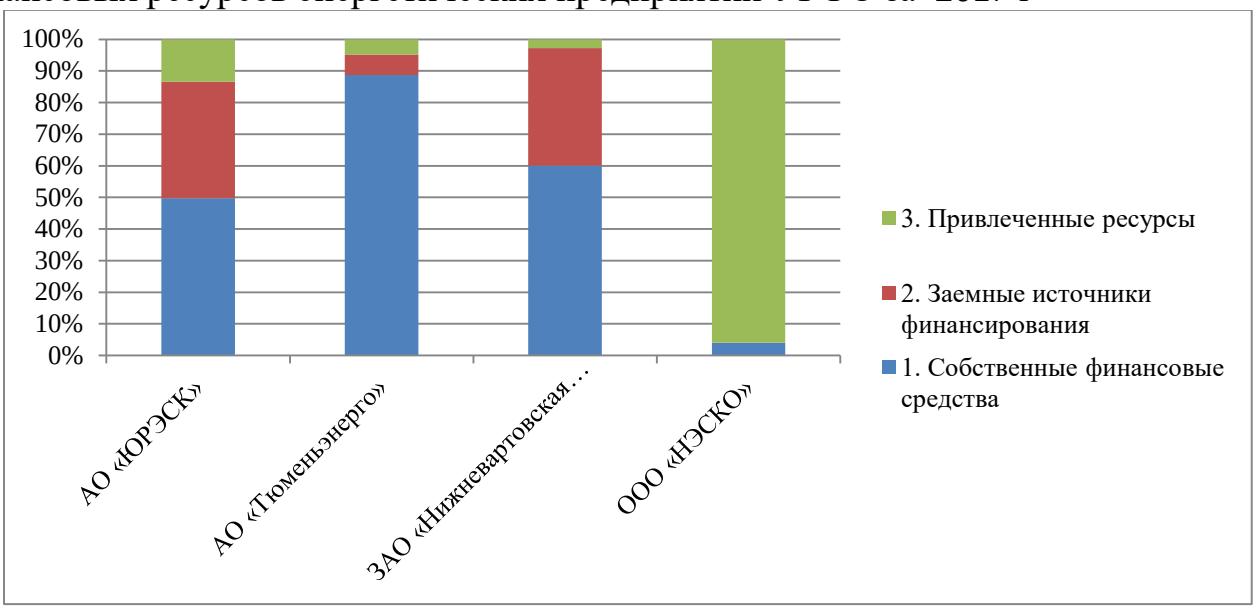

Рисунок 3.1. – Структура финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г

В таблице 3.2 представлена структура и динамика собственных финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО области за 2017 г.

Таблица 3.2 – Оценка структуры и динамики собственных финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г

Показатель	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Уставный капитал	7 149 740	27 373 895	5 806 457	10
Резервный капитал	-	851 574	290 323	-
Добавочный капитал	73 113	-	65 787	-
Нераспределенная прибыль	-1 603 612	21 776 817	10 183 492	18 707
Итого собственных источников средств	5 619 241	117 739 800	16 346 059	18 717

Графически структура собственных источников финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г. представлена на (рисунке 3.2)

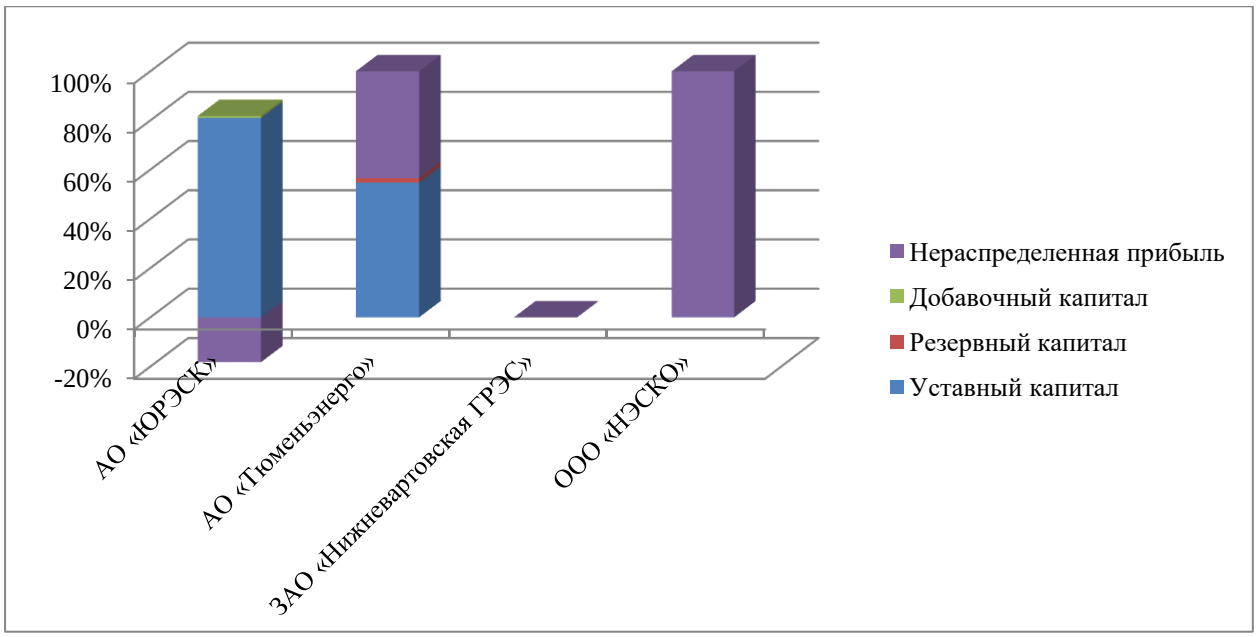

Рисунок 3.2 – Структура собственных источников финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г

Таким образом, в структуре собственных источников финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г. наибольшую долю занимает нераспределенная прибыль.

Проанализируем структуру и динамику привлеченных энергетических предприятий УРФО за 2017 г. (таблица 3.3).

Таблица 3.3 – Анализ структуры и динамики привлеченных финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г

Показатель	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Поставщики и подрядчики	619 017	2 903 319	149 310	424 885
Покупателями и заказчиками	363 254	1 733 425	118 714	7948
Задолженность перед персоналом организации	244 307	1 114 308	215 316	1459
Задолженность перед внебюджет-ными фондами	112 019	127 133	96 015	1620
Задолженность по налогам и сборам	249 743	448 291	192 926	9 956
Итого	1 588 340	6 326 476	772 281	446 358

Графически структура и динамика привлеченных финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г. представлена на (рисунке 3.3).

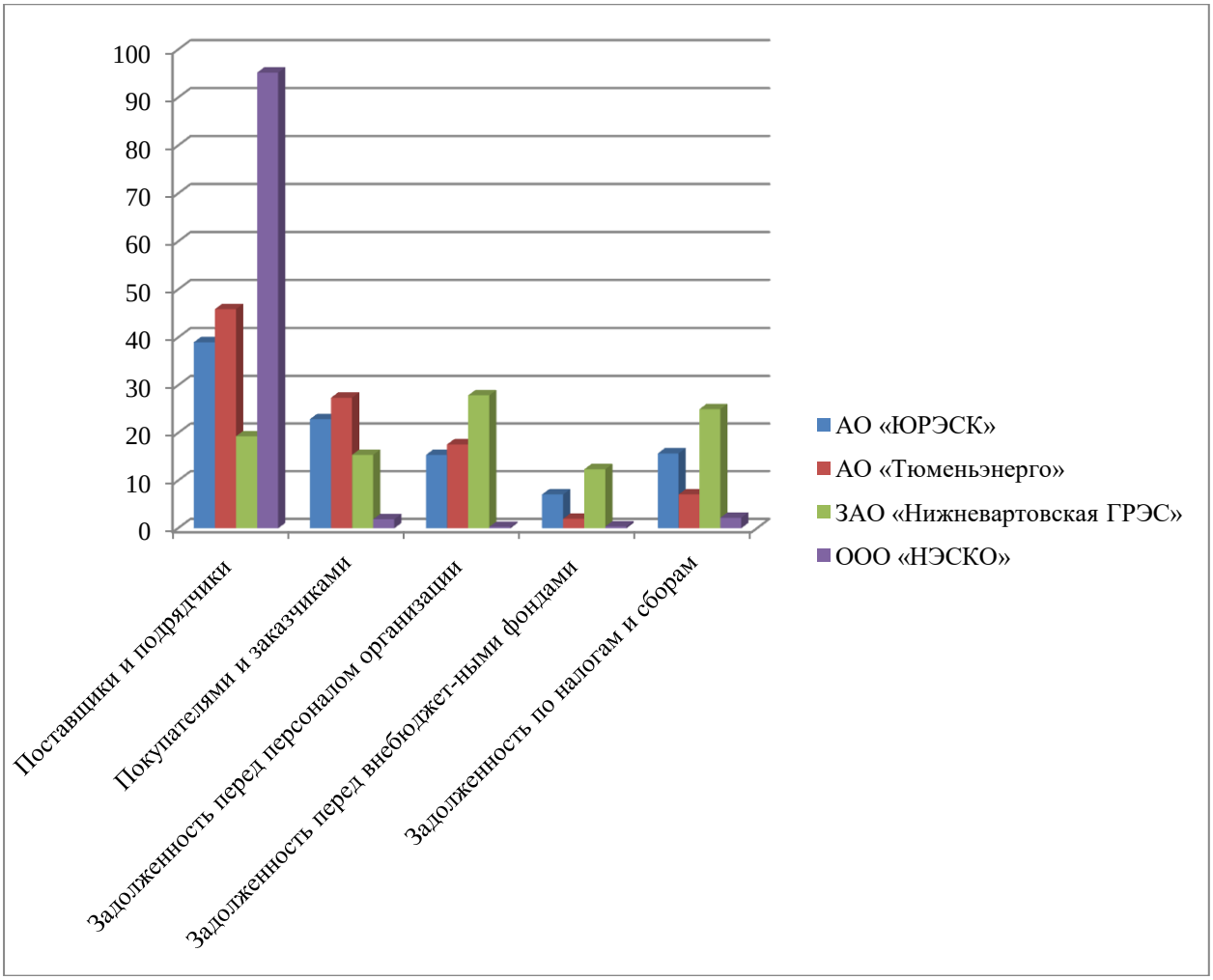

Рисунок 3.3 – Структура и динамика привлеченных финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г.

Эффективность разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов оценивается в энергетических предприятиях УРФО за 2017 г. с помощью показателей рентабельности авансированного капитала предприятия в предстоящем периоде.

Проанализируем показатели рентабельности собственного капитала и капиталоотдачу в энергетических предприятий УРФО за 2017 г. (таблица 3.3).

Таблица 3.3 – Оценка эффективности использования собственных финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г

Показатель	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Выручка от продажи, тыс. руб.	3 029 675	5 351 117	18 507 101	2 231 559
Прибыль от продажи, тыс. руб.	178 845	4 554 337	3 366 622	95 480
Среднегодовая стоимость собственных финансовых ресурсов, тыс. руб.	5 917 743	11 525 044	1 539 730	20 939
Среднегодовая стоимость вложенных финансовых ресурсов,	975 178	5 547 767	711 873	446 282

Окончание таблицы 3.3

Показатель	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
тыс. руб.				
Рентабельность всего вложенного капитала, %	2,6	3,8	20,9	20,4
Рентабельность собственного капитала, %	3,0	4,0	21,9	456,0
Капиталоотдача всего капитала, %	44,0	44,3	114,9	477,6
Капиталоотдача собственного капитала, %	51,2	46,4	120,2	10657,4

Проанализируем направления финансирования деятельности энергетических предприятий УРФО за 2017 г.

Таблица 3.4 – Направления расходования финансовых ресурсов энергетических предприятий УРФО за 2017 г

Показатель	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Внеоборотные средства	11 111 145	128 890 105	20 864 565	17 675
Оборотные активы, всего	843 468	12 887 105	8 314 008	452 692
Итого:	11 954 613	141 777 210	29 178 573	470 367
Доля внеоборотных активов	92,9	90,9	71,5	3,8
Доля оборотных активов	7,1	9,1	28,5	96,2

В 2017 г. 92,9 % и 90,9 % финансовых ресурсов АО «ЮРЭСК» и АО «Тюменьэнерго» соответственно было направлено на обеспечение оборотных активов предприятия и 7,1 % и 9,1 % – на внеоборотные активы.

Лишь предприятие ООО «НЭСКО» демонстрирует обратную тенденцию. В 2017 году 96,2 % было направлено на обеспечение оборотных активов предприятия.

Таким образом, из проведенного анализа следует, что ООО «НЭСКО» свои финансовые ресурсы в большей степени вкладывает в оборотные активы.

Для полного анализа источников капитала предприятия необходимо рассмотреть, какая часть оборотных средств финансируется за счет собственных финансовых ресурсов (СОС) (таблица 3.5).

Таблица 3.5 Расчет трехкомпонентного показателя финансовой устойчивости энергетических предприятий УРФО за 2017 г., тыс. руб

Показатель	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Собственный капитал	5 619 241	117 739 800	16 346 059	18 717
Внеоборотные активы	11 111 145	128 890 105	20 864 565	17 675

Окончание таблицы 3.5

Показатель	АО «ЮРЭСК»	АО «Тюменьэнерго»	ЗАО «Нижневартовская ГРЭС»	ООО «НЭСКО»
Долгосрочные пассивы	4 747 032	11 816 847	11 084 033	744
Собственные оборотные средства	843 468	12 887 105	8 314 008	452 692
Краткосрочные кредиты и займы	-	4 668 602	756 630	20
Кредиторская задолженность поставщикам	1 588 340	6 326 476	772 281	446 358
Запасы и затраты (включая НДС)	172 172	831 616	515 796	643
Излишек недостаток собственных оборотных средств для покрытия запасов	-917 044	-165 074	6 049 731	1143
Излишек недостаток собственных средств и краткосрочных займов для покрытия запасов	-917 044	4 503 528	6 806 361	1163
Излишек недостаток всех источников финансирования запасов	671 296	10 830 004	7 578 642	447 521
Трехкомпонентный показатель финансовой устойчивости	(0;1;1)	(1;1;1)	(1;1;1)	(1;1;1)

Трехкомпонентный показатель равен: S=(1; 1; 1).

Данное соотношение показывает, что сумма запасов и затрат не превышает сумму собственных оборотных средств, но больше суммы собственных оборотных и долгосрочных заемных источников. Для покрытия запасов и затрат используются собственные и привлеченные средства долгосрочного характера.

3.2 Модель оптимизации структуры капитала предприятия

В современных условиях коммерческой организации структура капитала является основой, определяющей все основные показатели ее финансового состояния – платежеспособность, финансовую устойчивость, величину чистой прибыли, рентабельность производственной деятельности. Структура капитала компании, механизм ее формирования и функционирования напрямую определяет успешное развитие и эффективность деятельности хозяйствующего субъекта.

В дальнейших рассуждениях будем исходить из наиболее распространенного в экономической среде понятия структуры капитала предприятия как соотношения его собственного и заемного капитала. Собственный капитал выступает как общая стоимость средств компании, принадлежащих ей на правах собственности и инвестируемых ею в свои чистые активы. Заемный капитал характеризует средства, привлекаемые на возвратной, платной и срочной основе для финансирования хозяйственной деятельности. Необходимость выбора структуры капитала, стоящего перед организацией, обусловлено неодинаковой стоимостью привлекаемых элементов капитала, различным уровнем риска и различным уровнем ликвидности, связанным с использованием собственного и заемного капитала. Соответственно, формирование финансовой структуры капитала в

процессе управления ею предполагает достижение компромисса в рамках соотношения доходности – риск – ликвидность, поскольку рост доли заемного капитала обеспечивает большую доходность собственного капитала, но одновременно повышает финансовый риск и ухудшает ликвидность баланса.

Главной и наиболее сложной задачей управления капиталом предприятия является поиск его оптимальной структуры, чему посвящено немалое количество научных работ как теоретического, так и практического плана. В зависимости от представления об оптимальном соотношении собственного и заемного капитала в современной финансово-экономической литературе сформировались следующие практические критерии оптимизации.

1. Критерий максимизации рентабельности собственного капитала, базирующийся на показателе эффекта финансового левериджа. Подход, ориентированный на использование эффекта финансового левериджа в качестве критерия оптимизации структуры капитала, предполагает отслеживание процесса замещения собственных источников финансирования средствами, привлекаемыми от сторонних лиц на долгосрочной платной основе, в сторону увеличения или уменьшения, исходя из вариации значения критериального показателя, расчет которого производится с целью определения приращения рентабельности собственного капитала.

2. Критерий минимизации цены капитала или максимизации рыночной стоимости предприятия. Процесс такой оптимизации основан на предварительной оценке цены собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной цены капитала в целях подобрать такую структуру, которая позволит максимизировать рыночную стоимость организации.

3. Критерий минимизации уровня финансовых рисков, который связан с процессом дифференцированного выбора источников для финансирования различных составных частей активов организации. Использование данного критерия обусловлено выбором модели стратегии финансирования конкретным хозяйствующим субъектов (агрессивной, консервативной или компромиссной) и, соответственно, отношением к финансовым рискам учредителей и руководителей предприятия.

4. Критерий максимизации показателя рентабельность – риск, смысл которого заключается в достижении превышения прироста уровня доходности над приростом уровня риска в результате привлечении дополнительных объемов заемного капитала. Предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала позволяют определить конкретные значения долей источников финансирования в их общем объеме для создаваемой организации, т. е. сформировать на предстоящий период целевую структуру капитала, в соответствии с которой будет осуществляться последующее его формирование путем привлечения финансовых ресурсов из соответствующих источников.

Каждый из выделенных критериев является обоснованным для проведения оптимизации структуры капитала, однако хозяйствующий субъект при решении поставленной задачи может столкнуться с проблемой выбора приемлемого критерия при разработке стратегии финансирования. При этом возникает вопрос о предпочтении снижения стоимости капитала и максимизации рыночной стоимости или роста рентабельности собственного капитала. Несмотря на то, что указанные выше критерии в определенной степени дополняют друг друга, и, с точки зрения теории, оптимизация должна приводить к относительно схожим результатам, на практике возможна иная ситуация - реализация расчетов по различным критериям для определения оптимального соотношения собственного и заемного капитала приводит к их различным удельным весам. Вероятность такой ситуации высока при ведении финансово-хозяйственной деятельности, когда предприятие характеризуется существенной долей заемного капитала в структуре финансирования и, в то же время, незначительными объемами получаемой прибыли. На наш взгляд, если речь не идет о функционировании прибыльного предприятия в стабильной экономической среде, оптимизация структуры капитала должна предусматривать нахождение такого соотношения между заемными и собственными средствами, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между финансовой рентабельностью и финансовой устойчивостью предприятия, т. е. нахождение оптимального баланса между доходностью и риском.

Разработка управленческих решений по оптимизации соотношения собственного и заемного капитала фирмы (Debt-to-Equity Ratio, DER) относится к основам теории управления корпоративными финансами. Формирование концепции оптимизации структуры источников финансирования фирмы в современном понимании теории корпоративных финансов начинается с трудов Ф. Модильяни и М. Миллера (М-М) 1958 года. Ф. Модильяни и М. Миллер разработанной теорией иррелевантности стоимости фирмы относительно структуры ее капитала («irrelevance theory of capital structure») заложили теоретико-методические основы исследования влияния структуры и стоимости капитала на стоимость фирмы [1, с. 3502]. М-М исходили из допущения, что каждая фирма имеет субъектно определенную структуру денежных потоков. А поэтому в основе выбора между заемными и собственными источниками финансирования ее деятельности лежит решение по будущему распределению чистого денежного потока среди разного рода стейкхолдеров.

В дальнейшем на основе теории М-М сформировались компромиссные теории структуры капитала (The Trade-Off Theories), учитывающие несовершенство рынка и влияние на формирование оптимальной структуры капитала таких факторов как налоговая нагрузка, издержки финансовых затруднений и агентские издержки. В этих теориях решение принимается на основе оценки и сопоставления затрат и выгод альтернативных вариантов финансового рычага. В разработанных моделях равновесия, определяющих компромисс между достижением оптимальной структуры капитала фирмы и динамикой развития

бизнеса, доказывается тем, что в то время как фирмы принимают финансовые и инвестиционные решения с учетом перспектив рыночного развития, решения по структуре капитала отражают компромисс между налоговыми преимуществами привлечения кредитных ресурсов и издержками финансовых затруднений, а также агентскими издержками. Ряд исследователей определяют оптимум структуры капитала фирмы посредством балансирования предельных издержек и предельных выгод.

Теория иерархии (The Pecking Order Theory), основу которой заложил Г. Дональдсон и Б. Фокс в обзорном исследовании данных по привлечению кредитных ресурсов фирмами США, не рассматривали оптимальную структуру капитала фирмы в качестве отправной точки теоретического анализа. Они пришли к выводу, что более 80 % фирм в США используют изначально внутреннее финансирование, в случае недостаточности этих источников - внешние источники: в первую очередь, привлечение кредитных ресурсов, и лишь затем эмиссию акций.

Впоследствии С. Майерс, С. Майерс, Н. Майлуф, С. Фаззари, Г. Хаббард и Б. Петерсен развили теорию иерархии. Согласно представленному ими теоретическому подходу источники финансирования (внутренние источники, банковские кредиты, эмиссия облигаций и акций), с одной стороны, не абсолютно взаимозаменяемы, а, с другой стороны, не сопоставимы по критерию «затраты-выгоды». В действительности, фирмы не столько оптимизируют структуру капитала сколько следуют некоему порядку в привлечении и использовании источников финансирования.

На основе проведенного эмпирического анализа был сделан один из главных выводов теории, состоящий в том, что фирмы предпочитают в первую очередь использовать внутренние источники финансирования (нераспределенная прибыль или свободные ликвидные активы) по сравнению с источниками внешнего финансирования. Если внутренних средств не достаточно для финансирования инвестиционных потребностей, фирмы привлекают внешнее финансирование. При этом выбор внешних источников финансирования происходит таким образом, чтобы минимизировать дополнительные издержки, связанные с асимметричной информацией. Приоритет имеет эмиссия облигаций и лишь затем - эмиссия акций с низким уровнем риска. Этот порядок финансирования, в частности, отражает наличие асимметричной информации у менеджеров-инсайдеров и акционеров, обусловливающей формирование премии за риск («lemon premium»).

В дальнейших изысканиях ученые в меньшей степени уделяли внимание тому, как структура капитала влияет на стоимость фирмы. Фокус исследований переместился на анализ влияния структуры капитала на взаимодействие собственников и менеджмента фирмы, определяя тем самым принципы и способы разрешения конфликтов между менеджерами и владельцами и интересы топ-менеджмента при принятии стратегических управленческих решений.

Современная экономическая реальность фокусирует финансово-экономический анализ на оптимизации структуры капитала фирмы как процессе нахождения компромисса между рисками издержек банкротства фирмы и надежностью, стабильностью ее финансово-хозяйственной деятельности, сопряженной с низкой рентабельностью собственных финансовых ресурсов. О. Брав, проанализировав данные государственных и частных фирм, пришел к выводу, что частные фирмы в большей степени зависимы от кредитного финансирования и более чувствительны к управленческим решениям по структуре капитала по сравнению с государственными компаниями. Стремление собственников сохранить контроль в условиях асимметричности информации обусловливают более высокую стоимость собственного капитала.

В соответствии с изложенными выше теоретическими концепциями существуют различные подходы к формированию оптимальной структуры капитала фирмы.

Следовательно методы формирования и оценки оптимальной структуры капитала фирмы будут зависеть от применяемых теоретических концепций. Целью настоящей работы является разработка прикладного аналитического метода оптимизации структуры капитала фирмы, учитывающего издержки финансовых затруднений. Основу метода составили исследования в области управления структурой и стоимостью капитала фирмы, учитывающие риски финансирования, а также результаты анализа влияния внешних макроэкономических факторов на принятие управленческих решений по структуре капитала фирмы.

Разработанный метод основан на принципе минимизации WACC и формировании целевой структуры капитала (Target Capital Structure). В предлагаемом методе используются известные в теории корпоративных финансов методы оценки величин WACC, стоимости левериджной фирмы и стоимости собственного капитала левериджной фирмы.

Стоимость фирмы оценивается по формуле:

$$Vl = \frac{EBIT \cdot (1-T)}{WACC}$$

Величины WACC и ROE_L определяются следующим образом:

$$WACC = ROE_L \cdot (1-d) + K \cdot (1-T) \cdot d + p$$

$$ROE_L = ROE_U + (ROE_U - K) \cdot \frac{d}{1-d} \cdot \frac{1-T}{1}$$

Проблемы финансовых затруднений обусловливаются разными факторами: кризисным состоянием самой фирмы, снижением продаж, критически возросшей дебиторской задолженностью и т. п. Для вычисления вероятности издержек финансовых затруднений (financial distress probability, p) используем следующую формулу:

$$p = a \cdot d^b$$

где α - параметр, определяющий границы воздействия заемного капитала на риск возникновения издержек финансовых затруднений.

Эта величина оценивается экспертно и находится в интервале от 0 до 1. Например, если α = 0,33, то это означает, что ухудшение или улучшение финансового состояния фирмы лишь на 33 % может быть объяснено изменением DER. Остальные 67 % являются результатом влияния преимущественно внешних факторов. Дифференциация издержек финансовых затруднений на определяемые конъюнктурой финансовых рынков и поддающиеся регулированию со стороны финансового менеджмента фирмы приобретает особое значение для достижения целей повышения инвестиционной привлекательности и рыночной активности фирмы. Такой подход позволяет регулировать финансовые риски деятельности фирмы, управлять стоимостью бизнеса и избежать развития внутрифирменной финансовой системы по деструктивному сценарию.

b - коэффициент, определяющий темп роста вероятности финансовых затруднений. Диапазон изменения этого коэффициента от 2 до 10 (чем выше b, тем медленнее нарастает вероятность финансовых затруднений). Как правило, значение этого параметра для российских компаний равно 5.

Предлагаемый метод оптимизации структуры капитала фирмы основан на определении экстремума (минимума) функции WACC по аргументу d при предположении, что функция WACC непрерывна по аргументу d. Для вычисления оптимального значения d необходимо выполнить следующие преобразования:

$$WACC = ROE_U + (ROE_U - K)\cdot(1-T) + K\cdot(1-T) + b\cdot a\cdot d^{b-1}$$

$$WACC_d = 0$$

$$\frac{ROE_U - ROE_U\cdot(1-T)}{a\cdot b} = d^{b-1}$$

$$d = \left[\frac{ROE_U - ROE_U\cdot(1-T)}{a\cdot b}\right]^{\frac{1}{b-1}}$$

Результаты применения разработанного метода оптимизации структуры капитала фирмы при α = 0,33 и b = 5. представлены в (таблице 3.1) Графики функций WACC и стоимости фирмы изображены на (рисунке 3.4) и (рисунке 3.5) соответственно. Полученное оптимальное значение WACC (оптимум DER) соответствует максимуму стоимости фирмы.

Как видно из таблицы 1 с ростом DER доходность и стоимость собственного капитала растет. Это результат действия финансового рычага.

Стоимость фирмы также изменятся - при значении d в диапазоне от 0 % до 40 % увеличивается, затем уменьшается в диапазоне d от 50 % до 90 %. Следовательно, функция WACC имеет минимум по удельному весу заемных средств в структуре капитала фирмы. Максимум стоимости фирмы в 22,452 bln. EUR достигается при доле заемных средств в структуре капитала равной 38,96 %.

Таблица 3.1 – Табулированные значения функций p, ROE_L, WACC, V_L

d, %	Probabilityoffinancial distress (p)	ROE_L, %	WACC, %	V_L, bln. EUR
0 %	0	19,00 %	19,00 %	21,05
10 %	0,0000033	19,36 %	18,62 %	21,48
15 %	0,000025	19,56 %	18,43 %	21,70
20 %	0,000106	19,80 %	18,25 %	21,92
25 %	0,000322	20,07 %	18,08 %	22,12
30 %	0,000802	20,37 %	17,94 %	22,30
35 %	0,001733	20,72 %	17,84 %	22,42
38,96 %	0,002961	21,04 %	17,816 %	22,452
40 %	0,003379	21,13 %	17,818 %	22,449
50 %	0,010313	22,20 %	18,13 %	22,06
55 %	0,016608	22,91 %	18,57 %	21,54
60 %	0,025661	23,80 %	19,29 %	20,74
65 %	0,038290	24,94 %	20,36 %	19,65
70 %	0,055463	26,47 %	21,89 %	18,28
75 %	0,078311	28,60 %	23,98 %	16,68
80 %	0,108134	31,80 %	26,77 %	14,94
85 %	0,146423	37,13 %	30,41 %	13,15
90 %	0,194862	47,80 %	35,07 %	11,41

Используемые функции позволяют отобразить зависимость оптимальной доли кредитных ресурсов и максимума стоимости фирмы при всех возможных значениях параметров α и b (рисунок 3.6) и (рисунок 3.7).

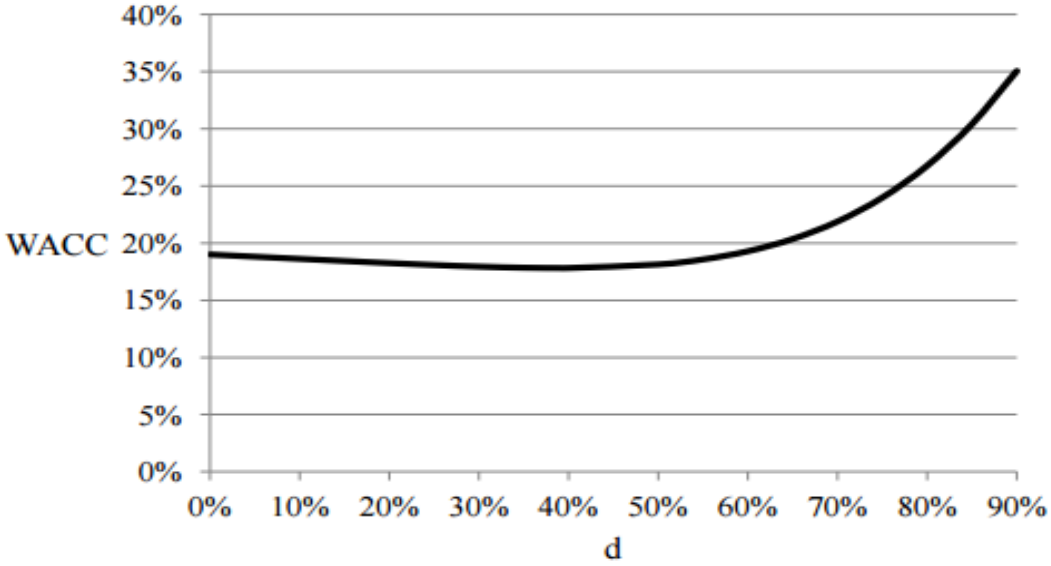

Рисунок 3.4– Зависимость WACC от d

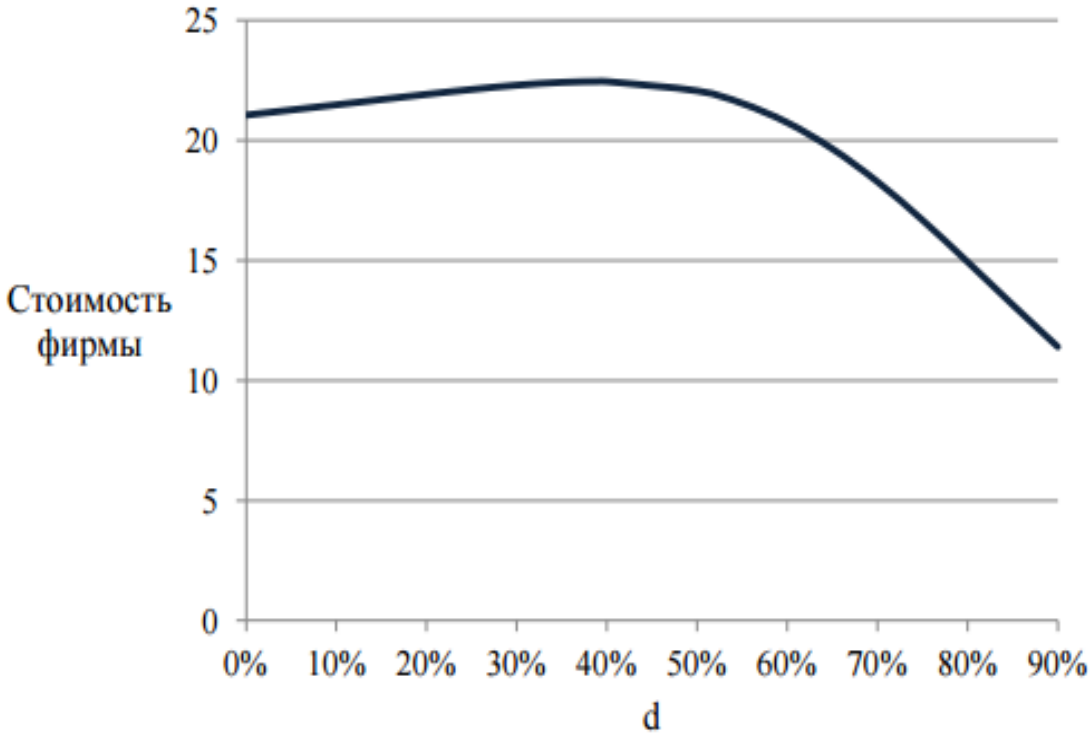

Рисунок 3.5–Зависимость стоимости фирмы от d

Источник: построено автором

На (рисунке 3.6) показана зависимость оптимального значения d от параметров α и b в трехмерном измерении. Отчетливо видно, что чем меньше α, тем больше d для любого b. Аналогично продемонстрировано, что чем меньше темп увеличения вероятности финансовых затруднений b, тем выше d.

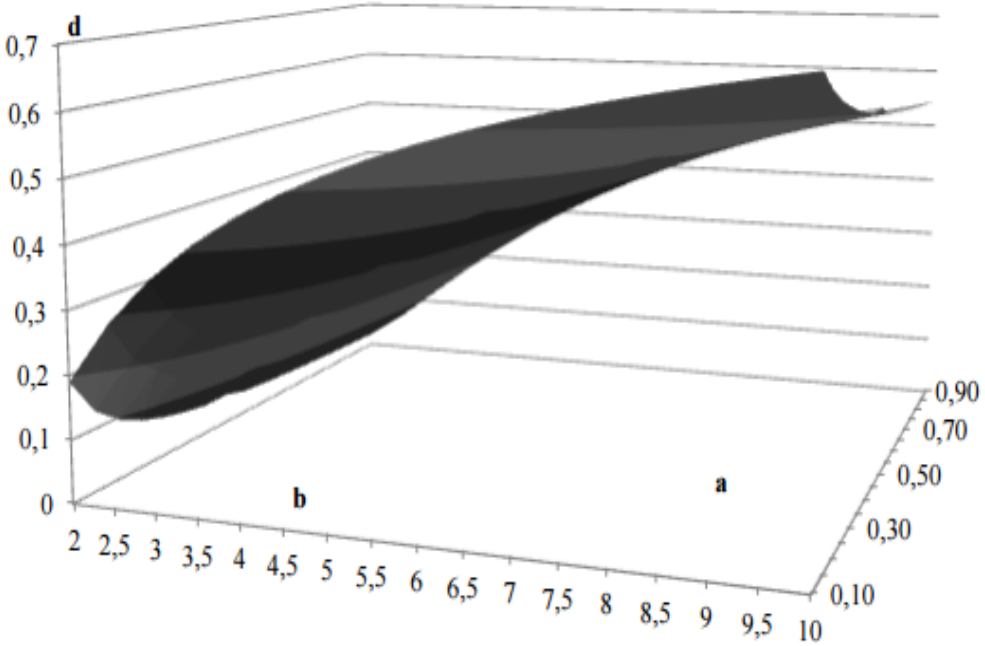

Рисунок 3.6 – Зависимость оптимального значения d от α и b

Зависимость максимума стоимости фирмы от значений параметров α и b в трехмерном измерении представлена на (рисунке 3.7). Чем меньше α и больше b,

тем в результате оптимизации структуры капитала возможно сгенерировать большую стоимость фирмы.

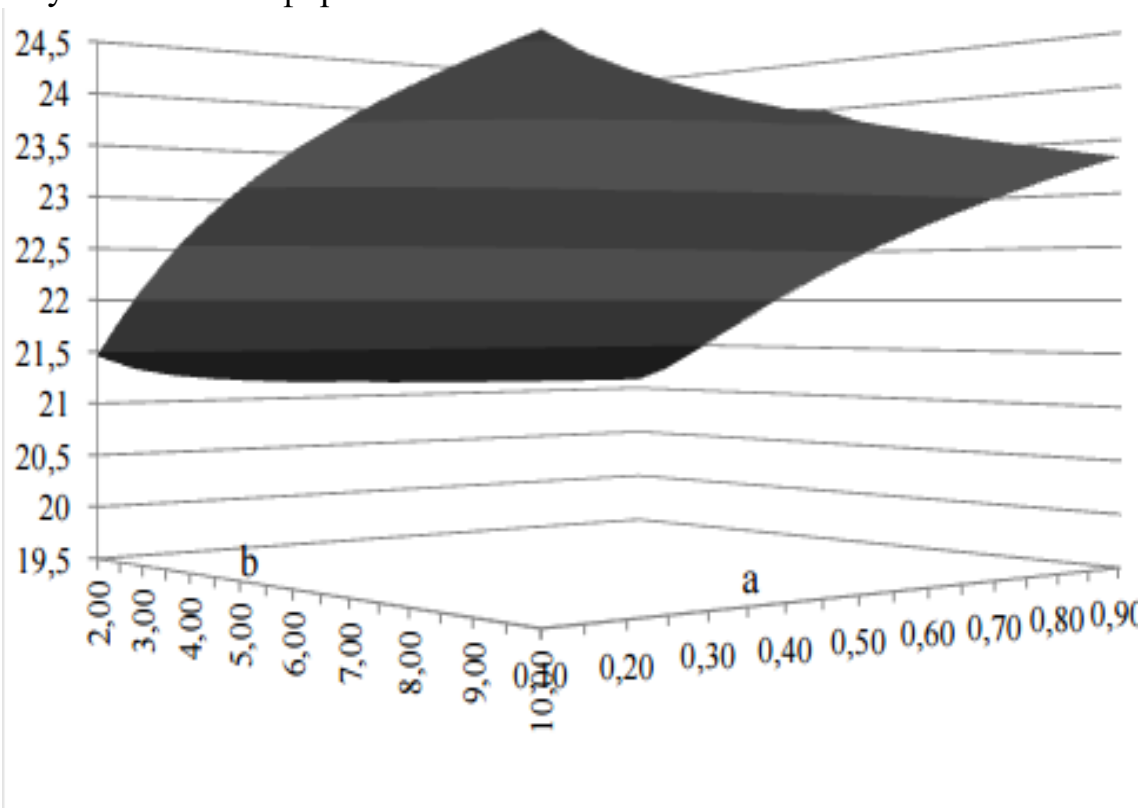

Рисунок 3.7 – Зависимость оптимального значения стоимости фирмы от α и b

Решение проблемы оптимизации структуры капитала фирмы определяется многими факторами, в том числе и трудно формализуемыми, например, издержками финансовых затруднений или агентских издержками. Проблема отношений «принципал-агент» выходит за границы корпоративных финансов и корпоративного управления. Поэтому очевидно, что разработанная расчетная модель не учитывает всех факторов влияния при нахождении оптимума структуры капитала фирмы. Практическое применение этого метода во многом определяется возможностью прогнозирования WACC в зависимости от DER и выбором функции оценки вероятности финансовых затруднений.

Тем не менее, разработанный метод формирования оптимальной структуры капитала фирмы удовлетворяет критерию максимизации ее рыночной стоимости в рамках стоимостного подхода к управлению фирмой и обеспечивает стейкхолдеров аналитическим инструментарием эмпирического обоснования решений по целевому изменению структуры капитала фирмы. Данный метод включает не только количественные оценки, но и качественный анализ внешних и внутренних факторов, результирующее влияние которых определяет искомое соотношение параметров доходности и риска финансовых затруднений, обеспечиваемое при формировании оптимальной финансовой структуры капитала фирмы.

3.3 Оптимальная политика управления структурой капитала предприятия

Оптимизация (от лат. optimus – наилучший) – это выбор наилучшего (оптимального) из множества возможных вариантов использования при заданных условиях [1, с. 3507]. Оптимальная структура предприятия – это соотношение собственных и заемных источников финансирования, при котором достигается достаточно эффективная пропорциональность между коэффициентом рентабельности и финансовой устойчивости предприятия, т. е. увеличивается ее рыночная стоимость [43, с. 179]. Оптимизация структуры капитала, прежде всего, необходима для снижения затрат по привлечению долгосрочных заемных средств.

Проблема оптимальной структуры капитала тесно взаимодействует с такими категориями, как стоимость организации, финансовая политика и стратегия организации [12, с. 46]. Проблема выбора структуры финансирования в значительной степени является проблемой маркетинга: организация стремится привлечь инвесторов с разными вкусами и благосостоянием, используя арсенал финансовых инструментов. Однако ее стоимость определяется ее реальными активами, а не ценными бумагами, которые она выпускает.

Таким образом, под оптимальной структурой капитала следует понимать такую комбинацию ценных бумаг, которая максимизирует рыночную стоимость организации, а значит, обладает наибольшей привлекательностью для инвесторов. Проблеме оптимальной структуры капитала посвящено множество эмпирических исследований, вытекающих из теории структуры капитала. Нас же интересуют механизмы принятия конкретной организацией решения о структуре ее капитала, т. е. выбор конкретных источников его формирования. В большинстве случаев инвесторов интересует долгосрочное развитие организации. Поэтому основной акцент делается на долгосрочную финансовую политику. На практике развитие организации исключительно за счет реинвестирования прибыли снижает финансовые риски, но и одновременно уменьшает скорость увеличения размера бизнеса.

Изменение структуры капитала или комплекса финансирования оказывает влияние на стоимость организации, так как она может быть представлена как приведенное значение ее будущих денежных потоков, дисконтированных по средневзвешенной стоимости ее капитала.

Изменение стоимости капитала происходит из-за изменения соотношения различных источников финансирования и изменения их рискованности и стоимости. Структура капитала и, в частности, высокий уровень долговой нагрузки могут сигнализировать конкурентам и собственникам о степени агрессивности политики организации. Существует мнение, что увеличение долговой нагрузки в структуре капитала организации приводит к более агрессивной политике производства. Собственники же считают, что высокий уровень финансового левериджа снижает норму прибыли по инвестиционным проектам и, соответственно, делает их организацию менее агрессивной в борьбе с конкурентами за расширение рынка своей продукции. Решения о выборе

коэффициента долговой нагрузки можно рассматривать как поиск приближения к точке, в которой разность между налоговыми преимуществами займов и издержками организации, привлекающей их, достигает максимума

Точной формулы, с помощью которой можно было бы определить оптимальную структуру капитала, не существует, но любое разумное решение должно учитывать четыре аспекта проблемы.

1. Объем налоговых платежей. Организация должна быть уверена в стабильном потоке прибылей на период обращения долговых обязательств, чтобы рассчитывать на достижение чистой экономии на налогах за счет займов.

2. Деловой риск. При прочих равных условиях вероятность возникновения финансовых трудностей и масштаб связанных с ними издержек выше для организаций с высоким деловым риском.

3. Качество активов. Любой кредитор прекрасно понимает, что земля и недвижимость – несравнимо более надежное обеспечение долга, чем зарегистрированный товарный знак. Поэтому объем займов организаций с повышенной долей рисковых нематериальных активов значительно меньше объемов займов организаций с большой долей надежных фиксированных активов.

4. Доступность финансирования. Свободный доступ к источникам финансовых ресурсов важнейшее значение приобретает только в случае, если организация имеет обширные перспективы инвестиций с положительными NPV.

Оптимизация структуры капитала предприятия осуществляется следующими методами.

1. Оптимизация структуры капитала, по критерию максимизации уровня планируемой финансовой рентабельности. При проведении многовариантных расчетов применяется механизм финансового рычага.

2. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости. Производится на основе предварительной оценки стоимости собственного и заемного капитала организации и, как следствие, проводится в многовариантных расчетах средневзвешенной стоимости капитала.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков. Данный метод оптимизации структуры капитала тесно связан с операцией дифференцированного выбора источников финансирования смешанных компонентов активов хозяйствующего субъекта.

Все активы организации в этих целях делятся на три вида: внеоборотные активы, постоянная часть оборотных активов и переменная часть оборотных активов. Постоянная часть оборотных активов – это неизменная часть совокупного размера активов, независящего от колебания объема деятельности предприятия. Для обеспечения текущей деятельности организации – это неснижаемый минимум оборотных активов. Переменная часть оборотных активов – это варьирующаяся часть совокупного размера активов, связанная с сезонным колебанием объема реализации продукции, необходимостью образования товарных запасов сезонного хранения. Как правило, выделяют в составе этой части оборотных активов среднюю и максимальную потребность в

них.

Выделяют три основных подхода к финансированию групп активов предприятия: консервативный, умеренный (компромиссный), агрессивный, отличающихся друг от друга соотношением собственного капитала, долгосрочного заемного и краткосрочного знаемого капитала.

При консервативном подходе постоянная часть оборотных активов и необоротные активы финансируются за счет собственного капитала и долгосрочного заемного капитала, в то время как постоянная часть оборотных активов частично (наполовину) финансируется краткосрочным заемным капиталом. При умеренном подходе необоротные активы и постоянная часть оборотных активов финансируется собственным капиталом и краткосрочным заемным капиталом, а переменная часть полностью краткосрочным заемным капиталом. При агрессивном подходе переменная часть оборотных активов и примерно половина постоянной части финансируется краткосрочным заемным капиталом, а оставшиеся активы – краткосрочным заемным капиталом и собственным капиталом. Учредители предприятия в зависимости от своего отношения к финансовым рискам и вероятности привлечения заемных источников капитала, выбирают один из рассмотренных вариантов финансирования активов. Именно поэтому анализ структуры собственного и заемного капитала предприятия очень важен для оценки целесообразности образования источников финансирования деятельности организации и его устойчивости. А также это необходимо для разработки благоприятного метода концентрации финансов и формировании финансовой стратегии. Оптимизация структуры капитала осуществляется в следующих направлениях: максимизация уровня рентабельности собственного капитала, минимизация средневзвешенной стоимости капитала и минимизация финансового риска.

Рассмотрим методику моделирования механизма расчета рационального варианта структуры капитала для предприятий, предложенную Абушевой Л.А. В основе модели заложен модифицированный традиционный подход теории структуры капитала, поскольку наиболее точно и полно дает определение структуре капитала при рассмотрении политики принятия решений долгосрочного характера. Процесс принятия решения, предлагаемый автором по оптимизации фактической структуры капитала, включает следующие элементы (1–6) и направления (1–4):

Элементы:

1) требования внешней и внутренней среды, которые должны учитываться при выборе возможных вариантов структуры капитала;

2) цели и задачи, которые необходимо выполнить в ходе принятия рационального варианта;

3) менеджер, принимающий решение;

4) критерии оптимальности, выводимые из этих общих задач и позволяющие классифицировать варианты (решения, проекты) с точки зрения того, насколько их результат способствуют достижению целей;

5) система ограничений, которую может сформировать принимающий решение;
6) набор вариантов (проектов) структуры капитала, вектор результатов (преимуществ) и затрат, связанных с каждым вариантом.

Направления:

1) анализ фактической структуры капитала на соответствие требованиям и целям развития строительного предприятия;
2) оценка вариантов (решений, проектов) структуры капитала предприятия на соответствие системе ограничений и критериям оптимизации и выбор рационального варианта проекта;
3) оценка степени соответствия фактической структуры капитала рациональной;
4) принятие решения о внедрении рационального проекта.

Абушевой Л.А. рекомендуется «использовать производные от критериев в виде различных сверток, причем количество и перечень критериев ничем не ограничивается и зависит лишь от желания и возможностей лица принимающего решения» [47, с. 1202].

Разработанный ею методический подход процесса построения рациональной структуры капитала в условиях высокой вариации внешней среды учитывает требования, разработанные и систематизированные в следующей «иерархической последовательности:

Первая ступень представляет собой точку отсчета механизма структурных изменений капитала (в балансе) и заключительный этап внедрения рациональной структуры капитала на предприятии, так как решения возникают и получают разрешение на осуществление на уровне высшего менеджмента предприятия. На данной ступени учитываются следующие требования: осведомленность и квалифицированная поддержка руководства; заинтересованность в конечных результатах; подготовленность почвы; обеспеченность средствами и ресурсами.

Вторая ступень представляет уровень менеджера, занимающегося разработкой оптимальных вариантов структуры капитала, удовлетворяющих требованиям и целям, исходящим с первой ступени. На данной ступени учитываются следующие требования: вариантность, динамичность, экстремальность и рискованность принимаемых решений.

Третья ступень отражает функции, которые выполняет менеджер при разработке и внедрении рациональной структуры капитала. На данной ступени учитываются следующие требования: системность, комплексность, непрерывность, целенаправленность, приоритетность, перспективность, гибкость» [12, с. 47].

Проведенное исследование показало, что главными факторами компромиссной концепции являются: уровень налогообложения прибыли и уровень издержек банкротства. Такой вывод был сделан, исходя из сущности данной концепции, которая основана на принятии решения о выборе оптимальной структуры капитала посредством компромисса относительно выгод от налогового щита (Tax Shield), проявляющегося при необходимости уплаты процентов за пользование заемным капиталом, и издержек финансовых затруднений, так же известных как

косвенные издержки банкротства.

Среди факторов, определяющих структуру капитала, при рассмотрении концепции иерархии стоит выделить такие, как доля основных средств в активах, рентабельность активов, текущая ликвидность активов, а также изменчивость доходов, финансовая гибкость и масштаб деятельности. Основная идея данной концепции заключается в том, что позволяет финансовым менеджерам принимать более рациональные и эффективные решения в области финансирования. При этом различия между информационной базой менеджеров предприятия и инвесторами приводит к тому, что руководство предприятия предпочитает использовать, в первую очередь, внутренние источники средств, а уже потом обращаться к заемным источникам финансирования, например, займы или дополнительная эмиссия акций.

Концепция отслеживания рынка базируется на состоянии рынка, которое постоянно отслеживается, и на основе данных такого мониторинга принимается решение о эмиссии акций, когда имеет место тенденция роста их цены, и, наоборот, в период спада цен на акции предпочтительным решением является выкуп акций. Как следствие, основными воздействующими факторами в данной концепции являются: степень переоценки (недооценки) стоимости акций предприятия, степень влияния предприятия-лидера.

Отношения в целом, и в частности связанные с издержками, возникающими в результате аутсорсинга прав на принятие и реализацию управленческих решений от собственников капитала к наемному менеджменту, находят отражение в концепции агентских отношений. При этом возникает вероятность появления конфликта интересов, что влияет на снижение текущей рыночной стоимости предприятия. Ввиду этого имеет место быть реструктуризация капитала предприятия с целью разрешения или «сглаживания» такого конфликта.

Наибольшее влияние на данную концепцию оказывают такие факторы, как степень контроля управления предприятием собственником, степень контроля управления предприятием кредитором. Данные факторы составляют первую группу факторов. Ко второй группе факторов, которая определяется влиянием внешней среды и не может быть подвергнута контролю со стороны предприятия, можно отнести способность приспосабливать к внешним условиям и корректировать свои действия на протяжении всего процесса осуществления финансово-хозяйственной деятельности. Противоположно внешним внутренние факторы могут быть подвержены регулированию со стороны менеджмента предприятия, т. к. они напрямую зависят от таких экономических аспектов, как деятельность предприятия, его финансовая стратегия и характер принимаемых решений.

Выше изложенная классификация факторов помогает менеджерам предприятия принимать оптимальные управленческие решения в сфере соотношения заемного и собственного капитала. Это дает возможность для более детального анализа процесса формирования структуры капитала и стратегического планирования, а также позволяет определить причины такого

выбора.

Важными факторами в процессе формирования оптимальной структуры капитала выступают: существующие формы финансирования, а также преимущества и недостатки каждой из них. Только после детально анализа этих основных факторов возможна дальнейшая коррекция полученных соотношений собственного и заемного капитала, и, следовательно, выбор наиболее рационального варианта структуры капитала для данного предприятия. При этом не стоит забывать, что заемный и собственный капитал имеют принципиальные отличия.

Результаты финансово-хозяйственной деятельности напрямую зависят от выбранной структуры капитала на предприятии. Однако для собственников, инвесторов, кредиторов и конкурентов структура капитала является косвенным фактором. Поэтому величина активов и пассивов не зависит напрямую от данного показателя.

Обобщая рассмотренные аспекты в области формирования структуры капитала можно сделать вывод, что в любом из коммерческих предприятий данный процесс тесно взаимосвязан с их финансированием. С целью определения оптимальной структуры капитала в определенных экономических условиях финансовые менеджеры, как правило, ориентируются на такие показатели, как доходность вложений в развитие предприятия, связанные с ними возможные затраты, а также стоимость и цена привлекаемых при этом различных источников финансирования.

Для рационального и эффективного анализа и выявления важных количественных параметров деятельности предприятия, определения сильных и слабых сторон этого предприятия, а также нахождения оптимальных способов решения возникающих проблем и направления стратегического развития, проводится оценка финансовой устойчивости предприятия. Методика такой оценки позволяет выработать на предприятии определенный состав показателей, широта которого определяет надежность и обоснованность полученных в результате такого анализа выводов о финансовом положении предприятия. Однако не стоит забывать о важности соблюдения оптимального баланса при выборе состава показателей, нарушение которого может затруднить анализ состояния предприятия, а также привести к излишним ресурсозатратам, в том числе и временным.

Из всего вышесказанного, можно составить основные правила по формированию рациональной структуры капитала, которыми будет руководствоваться финансовый менеджер предприятия. Перечислим следующие из них.

1. Увеличение размера уставного капитала предприятия, с целью увеличения финансовых гарантий. Он может быть увеличен за счет дополнительной эмиссии акций и привлечения дополнительных инвестиций.

2. Формирование большого резервного фонда, его совершенствование и отражение в балансе.

3. Уменьшение продолжительности производственного цикла путем интенсификации производства, а именно: использование новых технологий, повышение уровня производительности труда, автоматизация производственных процессов и т. д.

4. Усовершенствование предприятия материально-техническим снабжением для осуществления бесперебойной работы производства и снижении времени нахождения капитала в запасах.

5. Уменьшение времени нахождения средств в дебиторской задолженности.

6. Совершенствование и развитие рынка маркетинговых исследований, которые действуют в направлении продвижения товаров от производителя к потребителю, а именно исследование спроса на продукцию, разработка плана производства и реализации продукции конкретного объема и ассортимента, оценка влияния конкурентоспособности и повышение ее уровня, формирование своевременной ценовой политики как одного из главных аспектов в конкурентной среде, осуществление постоянного поиска новых клиентов, потребителей, поставщиков, продукции, который смогут дать предприятию более высокий уровень прибыли.

Для того чтобы улучшить финансовое состояние предприятия, необходимо принять следующие меры.

1. Приумножить прибыль путем роста выручки от продажи продукции, а также снижения расходов предприятия.

2. Уменьшить долю заемного капитала в общей структуре капитала предприятия, путем максимизации собственного капитала и более целесообразного его использования.

3. Повысить показатели оборачиваемости средств за счет увеличения объема продаж, спроса на продукцию и снижения дебиторской задолженности;

4. Сократить время операционного цикла, из-за чего сможет произойти увеличение рентабельности.

5. Усовершенствовать бухгалтерскую (финансовую) отчетность предприятия с целью ее использования для проведения финансового анализа участниками рынка и, как следствие, привлечение инвестиций.

6. Обеспечить соответствие объема заемного капитала объему формируемых активов предприятия.

7. Обеспечить оптимальную структуру капитала с точки зрения результативного его функционирования.

8. Обеспечить минимизацию затрат на формирование капитала.

9. Обеспечить более эффективное использование капитала в процессе его хозяйственной деятельности.

При осуществлении предложенных мероприятий важно проанализировать тот эффект, который сможет получить предприятие. При совершенствовании организации, снабжения производства необходимыми ресурсами и сокращения времени пребывания капитала в запасах произойдет уменьшение длительности производственного цикла, что будет являться положительным моментом в

деятельности предприятия. Также можно произвести модернизацию производства и более эффективное использование производственных мощностей, что позволит минимизировать фонд заработной платы, вследствие уменьшения кадров работников. В результате минимизации риска появления просроченной дебиторской задолженности необходимо провести анализ и оценку потребителей, отталкиваясь от определенного вида продукции, платежеспособности клиентов, объема закупок, истории кредитных отношений и т. д. Необходимо планировать размер дебиторской задолженности и мотивировать его на достижение персоналом предприятия. Но в случае возникновения данной задолженности нужно стимулировать деятельность юридического отделения, по поводу взыскания дебиторской задолженности в судебном порядке. Можно также ввести систему скидок, которая будет стимулировать своевременную оплату покупателями приобретенной продукции. А изучение новых рынков сбыта и выхода на них приведет к увеличению оборота предприятия и, как следствие, получение большой прибыли.

Основываясь на этом можно прийти к выводу, что на сегодняшний день отсутствует единая рекомендация выбора оптимальной структуры капитала предприятия как в целом для всех предприятий, так в частности и для конкретного предприятия, на разных стадиях его жизненного цикла.

Поэтому в современной экономической системе существует высокая потребность в разработке инновационного методического подхода и совершенствовании имеющихся методик и моделей, которые позволят предприятию не только сформировать оптимальную структуру капитала, но при этом также максимизировать величину такого важного показателя, как рентабельность собственного капитала предприятия. Однако важно помнить, что такой подход, в том числе и модификации имеющихся методик, должны учитывать специфические особенности функционирования предприятий, а также комплексное влияние различных экзогенных и эндогенных факторов на структуру капитала.

Формирование оптимальной структуры капитала, а именно речь идет об установлении наиболее выгодного соотношения между собственными и заемными источниками, является основной задачей для сферы финансов. Современные предприятия практически не могут существовать без заемных средств, а чем больше растет доля заемного капитала, тем сильнее увеличивается эффект финансового рычага, провоцируя при этом рост финансовых рисков для компании. Таким образом, возрастает цена капитала компании, и все положительные черты заемного финансирования теряют свою привлекательность. Обращая внимание на то, что состояние компании зависит от структуры капитала, а тот, в свою очередь, от меняющихся условий рыночной экономики, оптимизация структуры капитала просто обязана играть ключевую роль в перечне вопросов о деятельности компании. Чем эффективнее собственник компании производит оптимизацию, тем больше прибыли он получит, а значит, выполнит основную задачу коммерческой деятельности -максимизацию прибыли

при минимизации затрат. Определение конкретных величин снижения цены привлекаемого капитала, которые будут выгодны для предприятия, - вот основная задача, к решению которой стремятся не только российские, но и зарубежные предприятия. Таким образом, начиная успешную деятельность, следует осознавать необходимость учета потенциала вкладов в финансирования, а для этого структура капитала должна быть оптимизирована с учетом всех влияющих факторов.

Основываясь на рассмотренном теоретическом и практическом материале, можно сделать вывод о том, что проведение оптимизации капитала и финансового анализа необходимо, поскольку это самый главный критерий при оценке финансовой деятельности предприятия. Этот критерий показывает, насколько конкурентоспособной является фирма, насколько разумно и грамотно происходит использование ресурсов и капитала, а также выполнение обязательств перед государством и клиентами.

Выводы по разделу 3

Разработанный метод формирования оптимальной структуры капитала фирмы удовлетворяет критерию максимизации ее рыночной стоимости в рамках стоимостного подхода к управлению фирмой и обеспечивает стейкхолдеров аналитическим инструментарием эмпирического обоснования решений по целевому изменению структуры капитала фирмы. Данный метод включает не только количественные оценки, но и качественный анализ внешних и внутренних факторов, результирующее влияние которых определяет искомое соотношение параметров доходности и риска финансовых затруднений, обеспечиваемое при формировании оптимальной финансовой структуры капитала фирмы.

Из всего вышесказанного, можно составить основные правила по формированию рациональной структуры капитала, которыми будет руководствоваться финансовый менеджер предприятия. Перечислим следующие из них.

1. Увеличение размера уставного капитала предприятия, с целью увеличения финансовых гарантий. Он может быть увеличен за счет дополнительной эмиссии акций и привлечения дополнительных инвестиций.

2. Формирование большого резервного фонда, его совершенствование и отражение в балансе.

3. Уменьшение продолжительности производственного цикла путем интенсификации производства, а именно: использование новых технологий, повышение уровня производительности труда, автоматизация производственных процессов и т. д.

4. Усовершенствование предприятия материально-техническим снабжением для осуществления бесперебойной работы производства и снижении времени нахождения капитала в запасах.

5. Уменьшение времени нахождения средств в дебиторской задолженности.

6. Совершенствование и развитие рынка маркетинговых исследований,

которые действуют в направлении продвижения товаров от производителя к потребителю, а именно исследование спроса на продукцию, разработка плана производства и реализации продукции конкретного объема и ассортимента, оценка влияния конкурентоспособности и повышение ее уровня, формирование своевременной ценовой политики как одного из главных аспектов в конкурентной среде, осуществление постоянного поиска новых клиентов, потребителей, поставщиков, продукции, который смогут дать предприятию более высокий уровень прибыли.

Основываясь на этом можно прийти к выводу, что на сегодняшний день отсутствует единая рекомендация выбора оптимальной структуры капитала предприятия как в целом для всех предприятий, так в частности и для конкретного предприятия, на разных стадиях его жизненного цикла.

Поэтому в современной экономической системе существует высокая потребность в разработке инновационного методического подхода и совершенствовании имеющихся методик и моделей, которые позволят предприятию не только сформировать оптимальную структуру капитала, но при этом также максимизировать величину такого важного показателя, как рентабельность собственного капитала предприятия. Однако важно помнить, что такой подход, в том числе и модификации имеющихся методик, должны учитывать специфические особенности функционирования предприятий, а также комплексное влияние различных экзогенных и эндогенных факторов на структуру капитала.

Формирование оптимальной структуры капитала, а именно речь идет об установлении наиболее выгодного соотношения между собственными и заемными источниками, является основной задачей для сферы финансов. Современные предприятия практически не могут существовать без заемных средств, а чем больше растет доля заемного капитала, тем сильнее увеличивается эффект финансового рычага, провоцируя при этом рост финансовых рисков для компании. Таким образом, возрастает цена капитала компании, и все положительные черты заемного финансирования теряют свою привлекательность. Обращая внимание на то, что состояние компании зависит от структуры капитала, а тот, в свою очередь, от меняющихся условий рыночной экономики, оптимизация структуры капитала просто обязана играть ключевую роль в перечне вопросов о деятельности компании. Чем эффективнее собственник компании производит оптимизацию, тем больше прибыли он получит, а значит, выполнит основную задачу коммерческой деятельности -максимизацию прибыли при минимизации затрат. Определение конкретных величин снижения цены привлекаемого капитала, которые будут выгодны для предприятия, - вот основная задача, к решению которой стремятся не только российские, но и зарубежные предприятия. Таким образом, начиная успешную деятельность, следует осознавать необходимость учета потенциала вкладов в финансирования, а для этого структура капитала должна быть оптимизирована с учетом всех влияющих факторов.

Основываясь на рассмотренном теоретическом и практическом материале, можно сделать вывод о том, что проведение оптимизации капитала и финансового анализа необходимо, поскольку это самый главный критерий при оценке финансовой деятельности предприятия.

Этот критерий показывает, насколько конкурентоспособной является фирма, насколько разумно и грамотно происходит использование ресурсов и капитала, а также выполнение обязательств перед государством и клиентами.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование позволяет сделать следующие выводы и разработать следующие рекомендации.

Начальным моментом в процессе исследования было определение понятия «структура капитала». Выявлено, что соотношение заемного и собственного капитала является одним из главных факторов, который позволяет максимизировать рыночную стоимости компании.

В процессе исследования обосновано, что решение вопроса оптимизации требовало учета того, что с одной стороны, рост доли заемного капитала увеличивает финансовый риск; но с другой стороны, выше его значение обеспечивает рост рентабельности собственного капитала, и увеличивает величину чистой прибыли, остающейся в распоряжении предприятия.

Рассмотрение капитала в разрезе его составляющих (собственного и заемного капитала), позволяет выделить еще одного субъекта, участвующего в формировании его эффективного соотношения – коммерческого банка.

Критериями эффективности взаимодействия банка и предприятия могут служить как показатели финансовой устойчивости непосредственно предприятий, так и финансовая устойчивость банков в их взаимосвязи.

В ходе исследования, сделан вывод, что важнейшей формой управление капиталом предприятия должны стать решения, суть которых сводится к формированию достаточных для развития предприятия финансовых ресурсов, поиску новых источников финансирования на денежном и финансовом рынках, использованию новых финансовых инструментов, позволяющих решать ключевые проблемы финансов: платежеспособность, ликвидность, доходность и оптимальное соотношение собственных и заемных источников финансирования.

Необходимым условием прибыльной деятельности любого предприятия является эффективная и рациональная организация его финансов. Для того чтобы успешно функционировать на рынке, каждое предприятие обязано формировать, распределять и использовать фонды денежных средств, обоснованно привлекать внешние источники финансирования.

Недостаток финансовых ресурсов негативно влияет на производственно-хозяйственную деятельность предприятий, что вызывает возникновение и рост задолженностей перед субъектами хозяйствования и уплату налогов. При этом уменьшаются возможности финансирования дальнейшего развития предприятий, сокращаются поступления в бюджет. При этих обстоятельствах важное значение для осуществления финансово-хозяйственной деятельности приобретает формирование в достаточном объеме финансовых ресурсов предприятий.

В результате исследования было уточнено определение понятия финансовых ресурсов с учетом накопленного теоретического опыта и практики формирования, привлечения и использования финансовых ресурсов предприятий; рассмотрено экономическое содержание финансовых ресурсов в современных социально-экономических условиях; проанализирована система управления финансовыми ресурсами, которая сложилась, в плане их оптимального распределения, в

результате анализа сделан вывод о неэффективной политике формирования и использования финансовых ресурсов на энергетических предприятиях УРФО, предложен авторский подход к формированию механизма оптимизации структуры капитала и оценки его влияния на финансовый потенциал предприятия.

Функционирование системыстратегического управления капиталом предприятия осложнено отсутствиемрегламентированной действующим законодательством методики анализа оптимизации структуры собственного капитала акционерного общества. Для преодоления данного недостатка предложен комплекс организационных процедур проведения такого анализа (задачи, факторы формирования оптимальной структуры капитала, объекты и субъекты, информационная база) и порядок проведения анализа оптимизации структуры капитала предприятия.

Методика анализа оптимальности структуры капитала построена на сочетании ретроспективного и перспективного анализа финансовой устойчивости предприятий, одновременной максимизации роста рентабельности собственного капитала и минимизации средневзвешенной стоимости капитала. При этом максимизацию рентабельности собственного капитала предложено прогнозировать с использованием шестифакторной корреляционно-регрессионной модели. Применение усовершенствованной методики анализа оптимизации структуры капитала предприятия обеспечивает получение наиболее полной и достоверной информации о финансово-имущественном состоянии предприятия и дает возможность спрогнозировать возможные направления оптимизации структуры капитала ради повышения показателей развития предприятия.

Разработанный метод формирования оптимальной структуры капитала фирмы удовлетворяет критерию максимизации ее рыночной стоимости в рамках стоимостного подхода к управлению фирмой и обеспечивает стейкхолдеров аналитическим инструментарием эмпирического обоснования решений по целевому изменению структуры капитала фирмы. Данный метод включает не только количественные оценки, но и качественный анализ внешних и внутренних факторов, результирующее влияние которых определяет искомое соотношение параметров доходности и риска финансовых затруднений, обеспечиваемое при формировании оптимальной финансовой структуры капитала фирмы.

Из всего вышесказанного, можно составить основные правила по формированию рациональной структуры капитала, которыми будет руководствоваться финансовый менеджер предприятия. Перечислим следующие из них.

1. Увеличение размера уставного капитала предприятия, с целью увеличения финансовых гарантий. Он может быть увеличен за счет дополнительной эмиссии акций и привлечения дополнительных инвестиций.

2. Формирование большого резервного фонда, его совершенствование и отражение в балансе.

3. Уменьшение продолжительности производственного цикла путем интенсификации производства, а именно: использование новых технологий, повышение уровня производительности труда, автоматизация производственных процессов и т. д.

4. Усовершенствование предприятия материально-техническим снабжением для осуществления бесперебойной работы производства и снижении времени нахождения капитала в запасах.

5. Уменьшение времени нахождения средств в дебиторской задолженности.

6. Совершенствование и развитие рынка маркетинговых исследований, которые действуют в направлении продвижения товаров от производителя к потребителю, а именно исследование спроса на продукцию, разработка плана производства и реализации продукции конкретного объема и ассортимента, оценка влияния конкурентоспособности и повышение ее уровня, формирование своевременной ценовой политики как одного из главных аспектов в конкурентной среде, осуществление постоянного поиска новых клиентов, потребителей, поставщиков, продукции, который смогут дать предприятию более высокий уровень прибыли.

Основываясь на этом можно прийти к выводу, что на сегодняшний день отсутствует единая рекомендация выбора оптимальной структуры капитала предприятия как в целом для всех предприятий, так в частности и для конкретного предприятия, на разных стадиях его жизненного цикла.

Поэтому в современной экономической системе существует высокая потребность в разработке инновационного методического подхода и совершенствовании имеющихся методик и моделей, которые позволят предприятию не только сформировать оптимальную структуру капитала, но при этом также максимизировать величину такого важного показателя, как рентабельность собственного капитала предприятия. Однако важно помнить, что такой подход, в том числе и модификации имеющихся методик, должны учитывать специфические особенности функционирования предприятий, а также комплексное влияние различных экзогенных и эндогенных факторов на структуру капитала.

Формирование оптимальной структуры капитала, а именно речь идет об установлении наиболее выгодного соотношения между собственными и заемными источниками, является основной задачей для сферы финансов. Современные предприятия практически не могут существовать без заемных средств, а чем больше растет доля заемного капитала, тем сильнее увеличивается эффект финансового рычага, провоцируя при этом рост финансовых рисков для компании. Таким образом, возрастает цена капитала компании, и все положительные черты заемного финансирования теряют свою привлекательность. Обращая внимание на то, что состояние компании зависит от структуры капитала, а тот, в свою очередь, от меняющихся условий рыночной экономики, оптимизация структуры капитала просто обязана играть ключевую роль в перечне вопросов о деятельности компании. Чем эффективнее собственник компании

производит оптимизацию, тем больше прибыли он получит, а значит, выполнит основную задачу коммерческой деятельности –максимизацию прибыли при минимизации затрат. Определение конкретных величин снижения цены привлекаемого капитала, которые будут выгодны для предприятия, – вот основная задача, к решению которой стремятся не только российские, но и зарубежные предприятия. Таким образом, начиная успешную деятельность, следует осознавать необходимость учета потенциала вкладов в финансирования, а для этого структура капитала должна быть оптимизирована с учетом всех влияющих факторов.

Основываясь на рассмотренном теоретическом и практическом материале, можно сделать вывод о том, что проведение оптимизации капитала и финансового анализа необходимо, поскольку это самый главный критерий при оценке финансовой деятельности предприятия. Этот критерий показывает, насколько конкурентоспособной является фирма, насколько разумно и грамотно происходит использование ресурсов и капитала, а также выполнение обязательств перед государством и клиентами.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Адамайтис, Л.А. Аналитическая модель оптимизации финансовой структуры капитала / Л.А. Адамайтис, Е.В. Петрова, Е.А. Агапитова // В сборнике: ОБЩЕСТВО, НАУКА, ИННОВАЦИИ (НПК–2016). Сборник статей. Вятский государственный университет. –2016. - С. 3502–3512.
2. Бланк, И.А. Управление формированием капитала: учебник / И.А. Бланк. – М.: Ника-Центр, 2012. – 512 с.
3. Бланк, И.А. Управление формированием капитала: учебник / И.А. Бланк. – М.: Ника-Центр, 2012. – 513 с.
4. Бланк, И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс / И.А. Бланк. – М.: Ника-Центр, Эльга, 2014. – 656 с.
5. Болюх, М.А. Экономический анализ: учебник / М. А. Болюх, В.И. Бурчевский, М. И. Горбаток. – М.: ЮНИТИ, 2011. – 540 с.
6. Боронос, В.Г. Формирование механизма оптимизации структуры капитала и его влияние на финансовый потенциал предприятия/В.Г. Боронос//Механизм регулирования экономики. – 2016. – № 3. – Т. 1. – С. 154–166.
7. Бригхем, Е.Ф. Основы финансового менеджмента: учебник / Е.Ф. Бригхем. – М.: Молодь, 2011. – 480 с.
8. Бригхем, Е.Ф. Основы финансового менеджмента: учебник / Е.Ф. Бригхем – М.: Молодежь. – 420 с.
9. Болюхин, М.А. Экономический анализ: /М.А. Болюхин, В.И. Бурчевский, М.И. Горбаток/ под ред. акад. НАНУ, проф. М.Г. Чумаченко. – М.: ЮНИТИ, 2013. – 560 с.
10. Василиков, А. Государственные финансы РФ: учебник/ А. Василиков, К. Павлюк. – М.: Центр учебной литературы, 2014. – 608 с.
11. Гинзбург, А.И. Экономический анализ: учебник / А.И. Гинзбург. – СПб: Питер, 2012. – 528 с.
12. Ельмурзаева, А.Б. аспирантка, факультет финансов, денежного обращения и кредита, Российский государственный социальный университет, главный бухгалтер, ООО «Лескенское ХПП» капитал предприятия: структура и эффективность использования методический подход к анализу финансирования структуры капитала / А.Б. Ельмурзаева// Российское предпринимательство. –2011. -№ 4(1). - С.76–78
13. Зорина, Н.В. Проблемы формирования оптимальной структуры капитала организации / Н.В. Зорина // В сборнике: Актуальные вопросы инновационного развития агропромышленного комплекса материалы. Международной научно-практической конференции.– 2016. - С. 44–47.

14. Загородний, А. Финансовый словарь / А. Загородний, Г. Вознюков, Т. Смовженков. – М.: Знание, 2013. – 587 с.
15. Затковский, И.В. Финансы предприятий: учебное пособие/И.С. Затковский. – М.: Кондор, 2013. – 364 с.
16. Зятковский, И. Финансовое обеспечение деятельности предприятий: монография / И. Зятьковский – Тверь: Экономическая мысль, 2012. – 229 с.
17. Калина, А. В. Современный экономический анализ и прогнозирование (микро- и макроуровень): / А. В. Калина, Н.И. Конева, В.А. Ященко. – М.: МАУП, 2012. – 272 с.
18. Квасницкая, Г. Инструментарий и методы оптимизации целевой структуры капитала предприятия / Г. Квасницкая // Экономист. – 2015. – №5. – С. 73–75.
19. Ковалев, В.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: / В.В. Ковалев, А.Н. Волкова. – М.: Проспект, 2014. – 424 с.
20. Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент / У.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2011. – 768 с.
21. Ковалев, В.В. Финансовая отчетность. Анализ финансовой отчетности (основы балансоведения): учеб.пособие / В. В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2011. – 432 с.
22. Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. – М.: Проспект, 2010. – 1024 с.
23. Ковалев, В.С. Введение в финансовый менеджмент / В.С. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2011. – 768 с.
24. Ковалев, В.С. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В.С. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2012. – 512 с.
25. Коваленко, Л.А. Финансовый менеджмент: /Л.А.Коваленко, Л.М. Ремнева.– М.: Знание, 2012. – 485 с.
26. Коваленко, Л.А. Финансовый менеджмент: учебное пособие/ Л.А. Коваленко, П.М. Ремнева. – Чебоксары: ЧДИЕУ, 2011. – 456 с.
27. Кожанова, Е.Ф. Экономический анализ: / Е. Ф. Кожанова, И.П. Отенко. – Хабаровск: ИНЖЭК, 2013. – 208 с.
28. Кравченко, Л.И. Анализ хозяйственной деятельности в торговле: учебник/ Л.И. Кравченко. – М.: Новое знание, 2014. – 544 с.
29. Клюева, Е.Ю. Формирование целевой структуры капитала предприятия / Специальность 08.00.10 ФИДОК Автореферат на правах рукописи. – 29 с.
30. Крейнина, М.Н. Финансовый менеджмент: учебное пособие / М.Н. Крейнина – М.: Изд-во «Депозиты и Сервис», 2013. – 304 с.

31. Крейнина, М.Н. Финансовый менеджмент: / М.Н. Крейнина. – М.: Дело и Сервис, 2011. – 304 с.
32. Крупко, Я.Д. Приоритетные направления оптимизации структуры капитала / Я. Д. Крупко // Научный вестник Воронежского государственного университета. – 2016. – № 5. – С. 122–127.
33. Костенко, Т.Д. Экономический анализ и диагностика состояния современного предприятия: / Т.Д. Костенко, В.С. Рыжиков. – М.: Центр учебной литературы, 2015. – 400 с.
34. Макарова, С.Г. Современные методы и концепции в изучении структуры капитала корпораций / С.Г. Макарова, А.Г. Ильина // Экономическая наука и развитие университетских научных школ. Сборник тезисов выступлений. Экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова. –2016. – С. 81.
35. Мельник, М.И. Факторный подход к формированию оптимальной структуры капитала предприятия / Н.И. Мельник, Л.А. Шкварчук // Научный вестник Воронежского государственного университета. – 2016. – Вып. 20.9. – С. 203–208.
36. Мец, В.А. Экономический анализ финансовых результатов и финансового состояния предприятия:/ В.А. Мец. – М.: Проспект, 2012. – 132 с.
37. Мошенский, С.И Экономический анализ: / С.И. Мошенский, А.В. Олейник / под ред. д.э. н., проф., заслуженного деятеля науки и техники РФ Ф.Ф. Бутынца. – Липецк: Рута, 2012. – 704 с.
38. Нивен, П.Г. Сбалансированная система показателей для государственных и неприбыльных организаций / П.Г. Нивен; под ред. А.Б. Максимовой. – Саратов: Баланс Бизнес Букс, 2015. – 336 с.
39. Нивен, П.Г. Сбалансированная система показателей: шаг за шагом (максимальное повышение эффективности и закрепление полученных результатов) / П. Г. Нивен; – Саратов: Баланс Бизнес Букс, 2015. – 336 с.
40. Никбахт, Е. Финансы / Е. Никбахт, А. Гроппеллі. – М.: ВОЗРАСТ–Глобус, 2013. – 382 с.
41. Никбахт, Е. Финансы / Е. Никбахт, А. Гроппель. – М.: ВОЗРАСТ–Глобус, 2012. – 382-383 с.
42. Павловская, А.В. Финансовый анализ: / А.В. Павловская, Н М. Притуляк, Н.Ю. Невмержицкая. – М.: ЮНИТИ, 2012. – 388 с.
43. Павловская, А.В. Финансовый анализ: учеб.-метод. пособие для самост. изуч. дисц. / А.В. Павловская, Н.М. Притуляк, Н.Ю. Невмержицкая. – М.: ЮНИТИ, 2012. – 388 с.
44. Петренко, Ю.В. Оптимизация источников финансовых ресурсов предприятий / Ю. В. Петренко // Финансы. – 2016. – № 6. – С. 91–95.

45. Полунина, Н.А. Направления оптимизации структуры капитала предприятия/Н.А. Полунина// В сборнике: Актуальные проблемы развития хозяйствующих субъектов, территорий и систем регионального и муниципального управления материалы XI международной научно-практической конференции. - 2016. – С.177–180.
46. Рендович, П.М. Теоретико-исторические подходы к понятию «финансовые ресурсы» / П.М. Рендович // Формирование рыночных отношений в России. – 2015. – № 9(76). – С. 38–43.
47. Сенчагов, В. Финансовые ресурсы народного хозяйства / В. Сенгачов; под.ред. В. Сенчагова. – М. : Финансы и статистика, 2011. – 360 с.
48. Сычев, Н. Финансы СССР / Н. Сычев. – М.: Финансы и статистика, 1984. – 350 с.
49. Собченко, Н.В. Моделирование структуры капитала российских организаций/Н.В. Собченко, Е.В. Куксова // Экономика и социум.- 2016. - № 3 (22). - С. 1200–1203.
50. Терещенко, А.А. Финансовая деятельность субъектов хозяйствования: учеб.пособие / А. А. Терещенко. – М.: ЮНИТИ, 2013. – 554 с.
51. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент /Е.С. Стоянова, Т.Б., И.Т. Балабанов/ под. общ. ред. Е.С. Стояновой. – М.: Перспектива, 2012. – 566 с.
52. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент: Учебник / И.С. Стоянова – М.: Изд-во «Перспектива», 2013. – 656 с.
53. Шим, Дж. К. Финансовый менеджмент / Дж. К. Шим, Дж. Г. Сигел. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 2012. – 400 с.
54. http://www.economicportal.ru/ponyatiya-all/kapital.html.
55. http://www.gumer.info/bibliotek_Buks/Econom/economika/17.php.
56. http://economic.social/finansy/sobstvennyiy-zaemnyiy-kapital-organizatsii-34381.html.
57. http://www.grandars.ru/college/ekonomika-firmy/finansovyy-risk-predpriyatiya.html.
58. http://www.be5.biz/ekonomika/flur/60.html.
59. http://ecsocman.hse.ru/data/419/677/1219/034_5.5.pdf.
60. http://studme.org/47601/finansy/teorii_struktury_kapitala.
61. http://economic.social/knigi-finansovyiy-menedjment/optimizatsiya-strukturyi-kapitala.html.
62. http://topknowledge.ru/finansovyj-menedzhment/4078-strategii-uvelicheniya-stoimosti-kompanii.html.
63. http://www.companion.ua/articles/content?id=2960
64. http://www.aup.ru/books/m170/1_1.htm.

65. http://www.grandars.ru/college/ekonomika-firmy/planirovanie-deyatelnosti-predpriyatiya.html.
66. http://www.vestnik-mgou.ru/Articles/Doc/4041.
67. http://www.lib.csu.ru/vch/140/023.pdf.
68. http://www.monographies.ru/ru/book/section?id=4615.
69. http://psyera.ru/3578/analiz-struktury-kapitala-predpriyatiya
70. http://www.rusnauka.com/19_NNM_2007/Economics/23323.doc.htm.