

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ЦЗДВН  
КАФЕДРА ФІНАНСІВ І ПІДПРИЄМНИЦТВА  
ЛЦДН у м. \_\_\_\_\_  
(місто знаходження ЛЦДН)

До захисту допускається  
Завідувач кафедри, проф.

\_\_\_\_\_ В. М. Боронос  
« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2021 р.

## КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА БАКАЛАВРА

НА ТЕМУ:

### Управление финансовыми ресурсами предприятия в рыночных условиях

Освітній ступінь – «бакалавр»

Спеціальність – 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Освітня програма – «Фінанси та облік в підприємстві»

Керівник роботи:

\_\_\_\_\_

(підпис)

Кобушко І.М.

(ініціали, прізвище)

Студент:

\_\_\_\_\_

(підпис)

Алієв Зія Нізамі Оглу

(ініціали, прізвище)

Група:

Фз-72с

Суми  
2021

## АННОТАЦИЯ

В работе проведено комплексный анализ внутренних и внешних источников финансирования на предприятии, исследована эффективность привлечения капитала при помощи инструментов финансового рынка. Исследованы методы формирования оптимальной структуры финансовых ресурсов предприятия. Изучена методика оценки стоимости финансовых ресурсов предприятия, подходы к формированию наиболее эффективной структуры финансовых ресурсов. Рассчитан оптимальный уровень соотношения внутренних и внешних источников финансовых ресурсов предприятия.

**Ключевые слова:** капитал, оптимизация, стоимость, структура, финансовые ресурсы, управление.

## РЕФЕРАТ

Квалификационная работа бакалавра на тему «Управление финансовыми ресурсами предприятия в рыночных условиях» содержит 47 страниц, 5 таблиц, 8 рисунков, 7 формул. Перечень использованных источников содержит 20 источников.

Цель работы заключается в изучении методов формирования оптимальной структуры финансовых ресурсов предприятия.

Объект исследования - финансовая деятельность предприятия по управлению структурой финансовых ресурсов.

Предмет исследования - структура финансовых ресурсов на предприятии.

Основными задачами исследования являются:

- определение структуры финансовых ресурсов предприятия
- рассмотрение и анализ внутренних и внешних источников финансирования;
- изучение стратегии формирования финансовых ресурсов;
- рассмотрение основных теорий определяющих оптимальную структуру финансовых ресурсов;
- расчёт на примере оптимальной структуры финансовых ресурсов.

В процессе исполнения квалификационной работы использовались методы обобщения, сравнения, табличный метод, графический.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** КАПИТАЛ, ОПТИМИЗАЦИЯ, СТОИМОСТЬ, СТРУКТУРА, ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ, УПРАВЛЕНИЕ.

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
РАЗДЕЛ 1 СУЩНОСТЬ И ПРЕДНАЗНАЧЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	7
1.1 Характеристика основных источников и способов финансирования	7
1.2 Стратегии формирования финансовых ресурсов предприятия	8
1.3 Привлечение внешних финансовых ресурсов при помощи инструментов финансового рынка	14
РАЗДЕЛ 2 ОЦЕНИВАНИЕ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	21
2.1 Определение стоимости финансовых ресурсов предприятия	21
2.2 Средневзвешенная стоимость капитала предприятия	24
2.3 Методические подходы к формированию оптимальной структуры финансовых ресурсов	29
РАЗДЕЛ 3 УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	36
3.1 Расчёт оптимальной структуры финансовых ресурсов предприятия	36
3.2 Система управления и оптимизации структуры капитала	40
ВЫВОДЫ	42
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	44

## ВВЕДЕНИЕ

Оптимальные объёмы финансовых ресурсов, а также их эффективное использование, влияют на стабильное финансовое положение предприятия и его показатели финансовой устойчивости, ликвидности и платёжеспособности. Поэтому поиск, вовлечение резервов, наиболее эффективное использование собственных финансовых ресурсов в целях повышения показателей эффективности работы является актуальной задачей для предприятия в целом.

Ключевая задача финансовой политики предприятия состоит в том, чтобы адаптировать модель формирования финансовых ресурсов предприятия к современным рыночным условиям. Финансовый рынок является эффективной площадкой для возможностей формирования финансовых ресурсов предприятия в современных условиях хозяйствования.

Цель работы заключается в изучении методов формирования оптимальной структуры финансовых ресурсов предприятия.

Объект исследования - финансовая деятельность предприятия по управлению структурой финансовых ресурсов.

Предмет исследования структура финансовых ресурсов на предприятии.

Основными задачами исследования являются:

- определение структуры финансовых ресурсов предприятия
- рассмотрение и анализ внутренних и внешних источников финансирования;
- изучение стратегии формирования финансовых ресурсов;
- рассмотрение основных теорий определяющих оптимальную структуру финансовых ресурсов;
- расчет на примере оптимальной структуры финансовых ресурсов.

В разделе 1 проведено комплексный анализ внутренних и внешних источников финансирования на предприятии, эффективность привлечения капитала при помощи инструментов финансового рынка.

В разделе 2 рассматривается методика оценки стоимости финансовых ресурсов предприятия, методические подходы к формированию структуры финансовых ресурсов.

В разделе 3 более подробно рассматривается оптимальный уровень соотношения внутренних и внешних источников финансовых ресурсов.

В качестве методической основы данной выпускной работы использована следующая литература: законы Украины и нормативные акты, периодические издания, книги и пособия по анализу и управлению финансовыми ресурсами на предприятии.

## **РАЗДЕЛ 1 СУЩНОСТЬ И ПРЕДНАЗНАЧЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **1.1 Характеристика основных источников и способов финансирования**

Термин «финансовые ресурсы» обозначает «денежные средства, которыми может распоряжаться государство, предприятия, хозяйственные организации и учреждения, и которые могут использоваться для покрытия затрат и образования различных фондов и резервов» [4].

Финансовые ресурсы - денежные доходы и поступления, формируемые в руках субъектов хозяйствования и государства. Они необходимы для выполнения финансовых, бюджетных, банковских, страховых обязательств, для обеспечения расширенного воспроизводства и стимулирования экономического развития предприятия, для оплаты труда и материального стимулирования работников предприятий; для финансирования других затрат.

В целях обеспечения стабильных показателей финансовой устойчивости предприятия, предотвращения их банкротства необходимо эффективно формировать и использовать финансовые ресурсы. Представленность финансовых ресурсов на предприятии зависит от источников их поступления, среди которых:

а) средства собственника, а также приравненные к ним (прибыль от деятельности, амортизация, выручка от реализации выбывшего имущества, устойчивые пассивы);

б) ресурсы, образующиеся путем различных операций на финансовом рынке (продажа ценных бумаг, кредитные инвестиции);

в) перераспределение ресурсов (паевые взносы; поступления от концернов, ассоциаций, отраслевых структур; бюджетные субсидии; страховые возмещения; дивиденды и проценты по ценным бумагам).

Существует две формы обращения с финансовыми ресурсами: фондовая и нефондовая на уровне отдельного субъекта хозяйствования. При этом некоторая часть финансовых ресурсов используется предприятием на финансирование целевых фондов (оплаты труда, воспроизводства, материального стимулирования). Остальная часть финансовых ресурсов предназначается для выполнения платёжных обязательств перед бюджетом и банками и осуществляется в нефондовой форме.

Глобальное и динамичное развитие экономики и повышение экономической эффективности производства во многом зависят от рационального использования источников поступления финансовых ресурсов как на уровне предприятий, так и на уровне государства. Это является важнейшей задачей с точки зрения правильной организации управления финансами предприятия.

Количество наличных финансовых ресурсов зависит от объёма производства, эффективности работы предприятия и тд. Поэтому стабильный рост производства и повышение его качества и эффективности являются предпосылками увеличения финансовых ресурсов всех уровней хозяйствования.

## **1.2 Стратегии формирования финансовых ресурсов предприятия**

Стратегия формирования финансовых ресурсов выступает частью финансовой стратегии предприятия. Данная стратегия подразумевает обеспечение деятельности предприятия на запланированном уровне. Для этого важно наиболее эффективно использовать собственные финансовые средства [4].

Этапы разработки стратегии формирования финансовых ресурсов предприятия представлены на рисунке 1.1.[3]

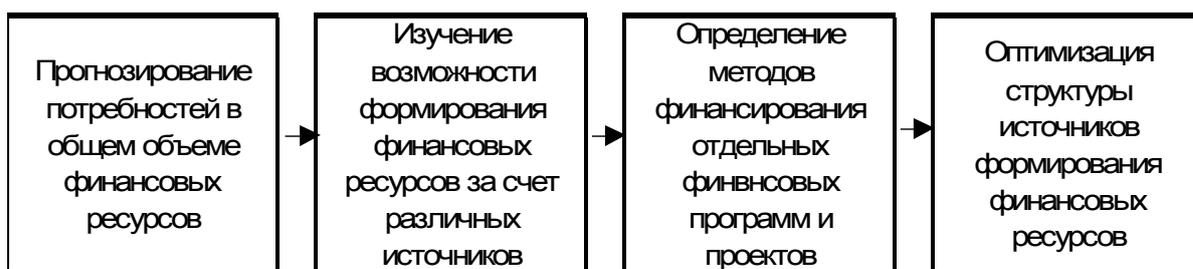


Рисунок 1.1 – Основные этапы разработки стратегии формирования финансовых ресурсов предприятия

Существуют разные методические подходы к построению стратегии финансовых ресурсов в зависимости от вида компаний (институциональные инвесторы, которые формируют ресурсы за счет эмиссии собственных акций и финансовых сертификатов, производственные компании, занятые в различных отраслях экономики [3]).

Первая группа инвесторов рассчитывает потенциальный объем финансовых ресурсов исходя из стратегии андеррайтинга, т.е. возможностей реализации эмитируемых ими ценных бумаг. При этом особых проблем с определением методов финансирования отдельных финансовых программ и с оптимизацией структуры источников финансовых ресурсов не возникает [3]. Основное внимание при этом уделено методическим подходам к построению стратегии финансовых ресурсов на производственных предприятиях.

Существуют этапы прогнозирования потребности общего объема финансовых ресурсов:

1 этап - планирование необходимого объема финансовых средств, осуществляется на основании направлений инвестиционной стратегии отраслей; подбор необходимых объектов-аналогов для расчёта стоимости нового строительства или приобретения.

В некоторых необходимых случаях к прогнозируемой потребности в финансовых ресурсах для реального инвестирования включается потребность в этих ресурсах для обновления или реконструкции действующих объектов предприятия. Суммарная потребность в финансовых

ресурсах для реального инвестирования дифференцируется в зависимости от периодов реализации инвестиционной стратегии.

2 этап - прогнозирование потребности в необходимом объеме финансовых ресурсов для осуществления финансовых инвестиций.

3 этап - прогнозирование потребности в общем объеме необходимых финансовых ресурсов, который рассчитывается путем суммирования потребности в финансовых ресурсах для реального инвестирования, а также для осуществления финансовых инвестиций и суммы резерва капитала (обычно в размере 10% от совокупной потребности объема для реального и финансового инвестирования [6]).

Разработка стратегии финансовых ресурсов далее происходит путем анализа возможностей формирования финансовых ресурсов за счет различных источников. Также рассматриваются возможные источники формирования финансовых ресурсов с учетом специфики деятельности предприятия.

Все источники формирования финансовых ресурсов подразделяются на три основные группы [3]:

1) собственные (часть чистой прибыли, направляемая на производство, амортизация);

2) заёмные (долгосрочные кредиты банков, целевой государственный кредит, инвестиционный лизинг, инвестиционный селенг, налоговый инвестиционный кредит, );

3) привлечённые (эмиссия акций, эмиссия облигаций компании, эмиссия инвестиционных сертификатов, взнос сторонних инвесторов).

Чистая прибыль, которая остаётся после уплаты налогов и других обязательных платежей, является главной среди внутренних (собственных) источников формирования финансовых ресурсов [3]. Распределение чистой прибыли предприятия зависит от избранной общей стратегии экономического развития.

Амортизационные отчисления находятся на втором месте по значимости среди источников собственных средств. Размер амортизационных отчислений зависит от объёма основных фондов, которые используются предприятием, а также от выбранной политики начисления амортизации [20].

Долгосрочные кредиты банков обычно играют главную роль среди заёмных источников финансирования инвестиций [3].

Эмиссия облигаций предприятий также не является на сегодня популярной, поскольку развитие фондового рынка происходит не очень быстро и большинство предприятий не располагают высокими объемами уставного фонда. Эмиссия более характерна для компаний с высокими размерами уставного фонда [3].

Возможность привлечения акционерного капитала путем эмиссии акций среди привлеченных источников финансирования инвестиций рассматривается в первую очередь. Многие предприятия активно используют возможности привлечения акционерного капитала к инвестиционной деятельности [1].

Используя методы финансирования отдельных финансовых программ и проектов, можно рассчитать пропорции в структуре источников финансовых ресурсов [12]. Существует 5 основных методов финансирования финансовых программ и проектов.

Абсолютное самофинансирование происходит когда инвестиции осуществляются только за счет собственных (или внутренних источников). Обычно этот способ финансирования используется для финансовых инвестиций и для реализации небольших реальных финансовых проектов [3].

Акционирование как метод финансирования применяется для осуществления масштабных реальных инвестиций с отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности [3].

Лизинг или селенг применяются, когда не хватает собственных финансовых ресурсов для реальных инвестиций, а также при инвестировании в реальные проекты с коротким периодом эксплуатации или с высокой степенью вариативности технологии [5].

Кредитное финансирование используется при инвестировании в объекты, которые быстро реализуются, с высокой нормой рентабельности инвестиций. Этот метод может быть использован для финансовых вложений при условии, что уровень рентабельности за ним значительно превышает процентную ставку по кредиту [3].

Смешанное финансирование базируется на различных комбинациях вышеупомянутых методов и может быть использовано для всех форм и видов инвестиций [3].

С учётом выше перечисленных методов финансирования определяется структура источников финансовых ресурсов. Для расчёта может быть использована следующая форма (таблица 1.1).

Таблица 1.1 – Форма расчёта структуры источников финансовых ресурсов

Наименование финансовых программ и Проектов	Избранный метод финансирования	Общая потребность в финансовых ресурсах	В том числе		
			Собственные	Привлечённые	Заёмные
1					
2					
и т.д.					
Итого сумма	-				
Структура в %	-	100			

Оптимизация структуры источников финансовых ресурсов - завершающий этап разработки стратегии их формирования. Необходимость такой оптимизации состоит в том, что фактическое соотношение различных источников инвестиционных ресурсов может не соответствовать требованиям финансовой стратегии и существенно снижать уровень финансовой устойчивости предприятия [3]. В процессе оптимизации

структуры источников формирования финансовых ресурсов необходимо учитывать следующие основные особенности каждой группы источников финансирования.

Положительные особенности внутренних источников финансирования:

- а) простота и скорость привлечения;
- б) высокая доходность по критерию доходности инвестированного капитала;
- в) значительное снижение риска неплатежеспособности и банкротства предприятия при их использовании;
- г) полное сохранение управления в руках первоначальных учредителей компании [9].

Недостатки внутренних источников финансирования:

- а) ограниченный объем, и как следствие низкие возможности расширения инвестиционной деятельности;
- б) ограниченность внешнего контроля за эффективностью использования собственных финансовых ресурсов [9].

Внешние источники финансирования характеризуются:

- а) высоким объемом возможного их привлечения;
- б) высоким внешним контролем за эффективностью финансовой деятельности и реализацией внутренних резервов её повышения [11].

Недостатки:

- а) сложность привлечения;
- б) более продолжительный период привлечения;
- в) необходимость предоставления соответствующих гарантий или залога на имущество;
- г) повышение риска банкротства из-за несвоевременного погашения кредитов;
- д) потеря части прибыли от финансовой деятельности из-за необходимости уплаты процентов;
- е) частичная потеря управления компанией (в случае акционирования) [11].

Главными критериями оптимизации соотношения внутренних и внешних источников финансирования финансовой деятельности выступают:

- 1) необходимость обеспечения высокой финансовой устойчивости предприятия;

- 2) максимизация суммы прибыли от финансовой деятельности, остающаяся в распоряжении первоначальных учредителей предприятия, при

различных соотношениях внутренних и внешних источников финансирования этой деятельности [3].

### 1.3 Привлечение внешних финансовых ресурсов при помощи инструментов финансового рынка

Акции - ценные бумаги без фиксированного срока обращения, в которых указана доля в уставном капитале компании. Они подтверждают членство в компании и право участвовать в её управлении, дают право собственникам получать часть прибыли в виде дивидендов, а также участвовать в распределении имущества при ликвидации [1].

Акции, торгуемые на фондовом рынке Украины, классифицируются по ряду признаков (рисунок 1.2 [3]). Признаки классификации акций играют различную роль в процессе их выбора в качестве объекта финансирования. Наименьшее влияние на этот процесс оказывает распределение акций на именные и на предъявителя. Это разделение представляет интерес для эмитента, так как позволяет ему контролировать движение акционерного капитала [1].

Классификация акций по отдельным признакам					
По особенностям регистрации и обращения		По характеру обязательств эмитента		По формам собственности эмитента	
Именные	На предъявителя	Простые	Привилегированные	Акции государственных компаний	Акции негосударственных компаний

Рисунок 1.2 – Классификация акций, обращающихся на фондовом рынке Украины

С точки зрения интересов инвестора такое распределение акций характеризуется следующими особенностями:

- 1) в соответствии с законодательством Украины граждане (физические лица) могут быть владельцами, как правило, только именных акций;
- 2) именные акции в связи со сложной процедурой их регистрации и более глубоким контролем за их обращением гораздо менее ликвидны на фондовом рынке, чем акции на предъявителя [3].

Разделение акций эмитента по формам собственности на акции государственных компаний и акции негосударственных компаний определяет процесс их выбора в качестве объектов инвестирования:

- 1) акции государственных компаний выходят на украинский фондовый рынок преимущественно в процессе приватизации. Поэтому источником их выкупа в определённой степени могут быть приватизационные свидетельства граждан;
- 2) из-за особенностей оценки приватизируемого имущества в Украине номинальная стоимость многих акций государственных компаний значительно ниже их реальной рыночной стоимости, даёт инвесторам определённые преимущества при приобретении их во время первичного выпуска;
- 3) эффективность негосударственных компаний обычно выше за счёт лучшего управления, более высокой производительности и т. д., что создаёт потенциальную возможность для получения более высоких дивидендов по их акциям [3].

Разделение акций по характеру обязательств эмитента на привилегированные и обыкновенные является наиболее значимым для инвестора с точки зрения принципиальной разницы в их инвестиционных качествах. Характер этих различий можно проследить в таблице 1.2 [3].

Таблица 1.2 – Сравнение преимуществ и недостатков привилегированных и простых акций при выборе инвестором

Мотивация выбора акций Инвестором	Простые акции		Привилегированные акции	
	Преимущества	Недостатки	Преимущества	Недостатки
1. Уровень и стабильность дохода	1. Более высокие доходы в период эффективной деятельности. 2. Высокая степень корреляции доходов с темпами инфляции	1. Нестабильность уровня доходов в отдельные периоды. 2. Получение низких дивидендов в отдельные периоды	1. Обеспечение стабильного дохода в виде заранее оговоренного размера дивидендов. 2. Выплата дохода вне зависимости от результатов хозяйственной деятельности	1. В период эффективной деятельности уровень доходов может быть ниже, чем по простым акциям. 2. Недостаточный учет фактора инфляции при выплате доходов.
2. Уровень инвестиционных рисков		1. При банкротстве и ликвидации акционерного общества можно потерять весь инвестированный капитал. <b>2. При неэффективной деятельности дивиденды могут быть не выплачены.</b> 3. Незащищена ни от систематического (рыночного), ни от несистематического (специфического) рисков	1. При ликвидации акционерного общества имеют преимущественное право на участие в разделе имущества. 2. При выплате дивидендов имеют преимущественное право на их получение. 3. Полностью защищена от систематического (рыночного) риска и частично – от несистематического (специфического) риска	1. Возможность отзыва (обратного выкупа) акций вне зависимости от желания акционера (если это предусмотрено уставом)
3. Возможность влияния на повышение доходности и снижение уровня рисков	1. Возможность прямого влияния на хозяйственный процесс путем участия в управлении. 2. Возможность участия в разработке дивидендной политики.	1. В соответствии с уставом ряда акционерных обществ участие в управлении мелких владельцев акций ограничено.		1. Отсутствие права участия в управлении акционерным обществом.
4. Обеспечение ликвидности	1. Более высокая ликвидность на фондовом рынке.		1. Ликвидность может быть обеспечена путем преимущественного права обратного выкупа акций (если это предусмотрено уставом)	1. Более низкий уровень ликвидности на фондовом рынке.

Уровень надёжности вложений в привилегированные акции намного выше, чем в обыкновенные акции, поскольку они имеют преимущественное право на получение заранее определённого уровня дивидендов и части имущества при ликвидации компании. По степени инвестиционной надёжности привилегированные акции занимают промежуточное положение между обыкновенными акциями и облигациями компании (они не имеют четкого срока погашения, как облигации, а также такой надёжной защиты

активов компании при её ликвидации [3]. В то же время по критерию доходности обыкновенные акции могут быть лучше для инвестора, который лучше приспособлен к условиям инфляционной экономики и изменениям на фондовом рынке. Кроме того, владельцы обыкновенных акций могут принимать непосредственное участие в разработке дивидендной политики компании [1].

Инвестиционные сертификаты - это ценные бумаги, выпущенные исключительно инвестиционным фондом или инвестиционной компанией и дающие право их владельцу получать доход в виде дивидендов [19]. По своему экономическому содержанию инвестиционный сертификат представляет собой особый тип обыкновенных акций, выпущенных перечисленными типами институциональных инвесторов и приобретаемых как за наличные, так и в обмен на приватизационные сертификаты граждан. Как и по обыкновенным акциям, им выплачиваются дивиденды, размер которых не оговаривался заранее [3].

Открытые инвестиционные фонды создаются на неопределённый срок и выкупают свои инвестиционные сертификаты в течение срока, установленного инвестиционной декларацией инвестиционного фонда.

Инвестиционные фонды закрытого типа создаются на определённый срок и производят выплаты по инвестиционным сертификатам после истечения срока действия инвестиционного фонда.

В качестве торговца ценными бумагами создаётся инвестиционная компания, которая, помимо прочего, может привлекать средства для совместных инвестиций путём выпуска и размещения ценных бумаг.

Учитывая инвестиционные качества этого финансового инструмента, можно отметить, что сертификатам открытых инвестиционных фондов присущ низкий уровень риска. Они выкупают свои инвестиционные сертификаты (что увеличивает их ликвидность) и находятся под усиленным контролем правительства. Что касается уровня доходности инвестиционных

сертификатов, то его до сих пор невозможно охарактеризовать, поскольку инвестиционные фонды и инвестиционные компании все еще находятся в стадии разработки, и они еще не совершали платежей по инвестиционным сертификатам в Украине [3].

Можно лишь предположить, что отраслевая направленность институциональных инвесторов, размер их уставного капитала и чистых активов, регион функционирования и уровень развития в нем приватизационных процессов, диверсификация активов для определенных объектов инвестирования влияют на инвестиционные качества этих сертификатов. Очевидно, что эти же факторы в значительной степени сформируют рейтинговую оценку перечисленных институциональных инвесторов и, соответственно, качество инвестиционных сертификатов, которые они выдают [3].

Для предприятий других организационно-правовых форм кроме акционерного общества основной формой дополнительного привлечения инвестиционных ресурсов является паевые взносы – это денежные и прочие средства, уплачиваемые юридическими и физическими лицами при вступлении в совместное предприятие [3]. Паевые взносы могут быть в виде денежных средств, материальных ценностей, прав пользования природными ресурсами и имуществом, в том числе прав на использование открытий, «ноу-хау».

Дополнительные взносы в уставной фонд являются обязательными при вступлении в общество с ограниченной ответственностью, полного или коммандитного общества [13].

Разновидностью паевого взноса является инвестиционный взнос, который осуществляется работником предприятия с целью его развития. Паевые и инвестиционные взносы могут осуществляться путем периодического отчисления от зарплаты работников. По этим взносам могут начисляться проценты и выплачиваться вознаграждения.

Безвозмездно предоставляемые средства на целевое инвестирование (субсидии) – это невозвратный источник финансирования, то есть денежные средства и другие постоянные или текущие активы, предоставляемые на условиях невозвратности, безвозмездности [3].

Различают следующие виды субсидий: дотации; гранты; субвенции; спонсорская помощь (спонсорство); донорская помощь (донорство) [3].

Кредиты – основной заемный источник финансирования. Кредит может предоставляться каким-либо субъектом хозяйствования инвестору или другому лицу, которое принимает участие в инвестиционной деятельности [30].

Облигации - это ценная бумага, удостоверяющая платеж ее владельца и подтверждающая обязательство эмитента возместить номинальную стоимость этой ценной бумаги в установленный срок с выплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска) [1]. Облигации, обращающиеся на фондовом рынке Украины, классифицируются по ряду признаков (рисунок 1.3 [3]).

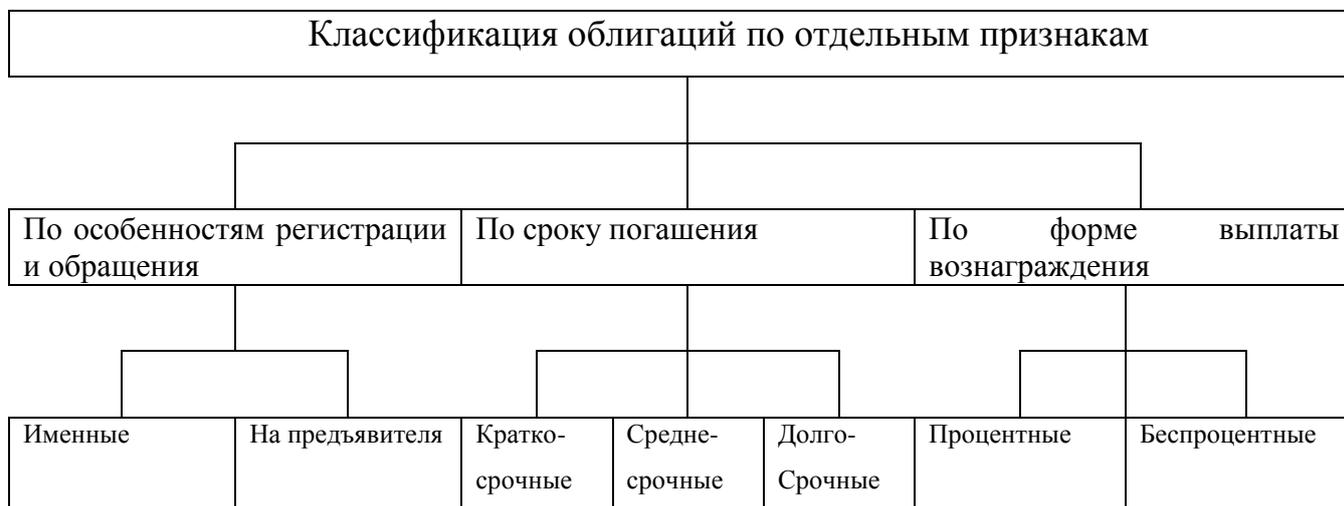


Рисунок 1.3 – Классификация облигаций обращающихся на фондовом рынке Украины

Разделение облигаций определяет их по сроку погашения на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. По уровню риска наиболее

предпочтительными для инвестора являются краткосрочные облигации, после чего капитал можно реинвестировать в более доходные объекты. По мере увеличения срока погашения увеличивается уровень риска - он усугубляется риском роста инфляции (и, как следствие, роста процентных ставок), а также снижения ликвидности инвестиций. По принципу выплаты риска уровень доходности данных видов облигаций формируется в прямой зависимости (при прочих равных) [3].

Наконец, разделение облигаций по формам вознаграждения (дохода) на процентные и беспроцентные (целевые) представляет интерес для инвестора с точки зрения инвестиционных целей. Если такой целью является увеличение капитала в денежной форме, инвестиции будут осуществляться в процентные облигации (как правило, эти облигации имеют более высокую текущую ликвидность на фондовом рынке). Беспроцентные (целевые) облигации предусматривают выплату вознаграждения (дохода) по ним в виде определенного товара или услуги. Такие облигации представляют интерес для физических лиц и инвесторов: при значительном дефиците этих товаров или услуг на потребительском рынке; при значительной разнице между начальной ценой облигации и реальной ценой товаров или услуг, предлагаемых в качестве вознаграждения (дохода) [3].

Эти особенности классификации облигаций играют разную роль в процессе выбора их в качестве объекта инвестирования.

## РАЗДЕЛ 2 ОЦЕНИВАНИЕ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

### 2.1 Определение стоимости финансовых ресурсов предприятия

Часто менеджеру необходимо оценивать инвестиционную политику (программу) предприятия в целом. Для оценки инвестиционной программы недостаточно использовать критерии оценки отдельного проекта. Такие решения принимаются на основе различных специальных методов.

Впервые формирование оптимальной инвестиционной программы предприятия было предложено Д. Дином. Это решение было выработано в результате работы над практической задачей по заказу фирмы «Форд». Отдел фирмы организовал работу по поиску наиболее привлекательных направлений развития бизнеса. Эта работа закончилась подготовкой перечня проектов (более 50 проектов). Оценки проектов и расчет показателей NPV и IRR показала, что все они могут быть приняты (NPV у всех проектов положительна, IRR выше ставки дисконтирования).

Однако практический опыт менеджеров фирмы показал, что существует определённый лимит (источники финансирования инвестиций строго не ограничены) роста инвестиционных программ предприятия. Задача аналитического метода - выявить этот предел и была поставлена перед Д. Дином.

Идея Дина была очень простой. Для выбора инвестиционной программы он сначала предложил ранжировать проекты в соответствии с их снижающейся внутренней нормой доходности. Расположив результаты ранжирования на графике, мы получим график инвестиционных предложений (рис. 2.1).

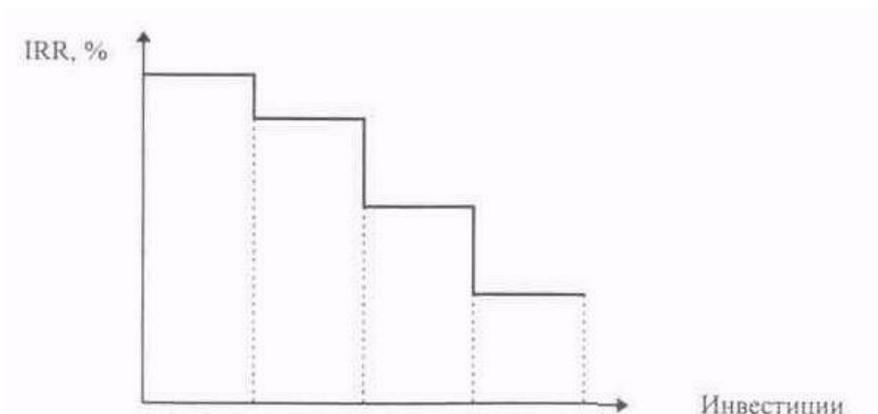


Рис. 2.1 – График инвестиционных предложений

Понятно, что инвестиционный проект будет реализован, если его внутренняя норма доходности выше ставки дисконтирования. Например, компания смогла правильно определить ставку дисконтирования, и ее величина не зависит от размера инвестиционной программы. В этом случае сформировать оптимальную инвестиционную программу достаточно просто, включая все инвестиционные проекты с положительным NPV (рис. 2.2).

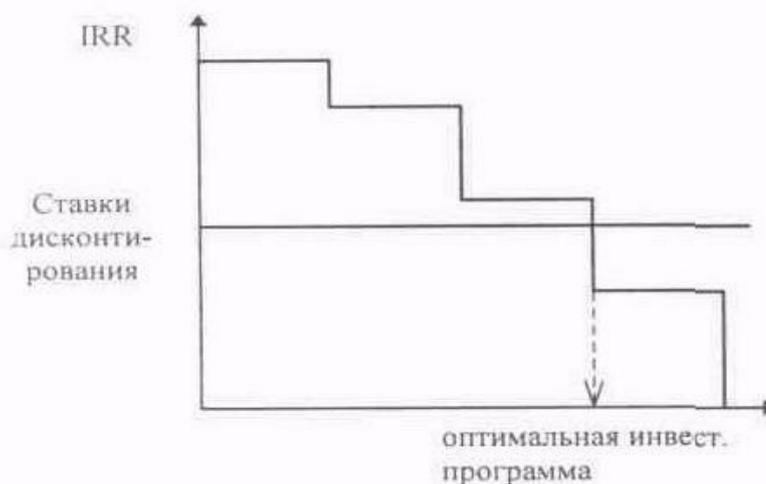


Рис. 2.2 – Оптимальная инвестиционная программа  
(фиксирована ставка дисконтирования)

Также несложной будет задача выбора инвестиционных проектов с жестким набором инвестиционного финансирования (рис. 2.3).



Рис. 2.3. Оптимальная инвестиционная программа (фиксирован размер инвестиций)

Данная программа сформирована таким образом, чтобы общая чистая приведенная стоимость всех проектов, включенных в оптимальную программу, была максимальной.

Задача усложняется, если предположить, что ставка дисконтирования будет меняться с размером инвестиционной программы. Часто ставку дисконтирования при решении таких задач называют стоимостью капитала.

Стоимость капитала - это то, во что обходится фирме использование капитала, полученного из различных источников. Обычно стоимость капитала измеряется в процентах и представляет собой средневзвешенную процентную ставку [10].

Следует отметить, что стоимость собственного капитала представляет собой альтернативный доход, то есть доход, который может быть получен путем альтернативного использования этих средств.

Каждая дополнительная единица капитала, полученная из того же источника, дороже предыдущей. Это легко объяснить, так как капитал является ограниченным ресурсом, увеличивается предельная стоимость капитала. Проранжировав источники финансирования по возрастанию стоимости капитала, мы графически можем изобразить решение задачи формирования оптимальной инвестиционной программы предприятия.

Оптимальный размер инвестиций будет получен в точке пересечения графика инвестиционных проектов и линии предельной стоимости капитала (рис. 2.4).

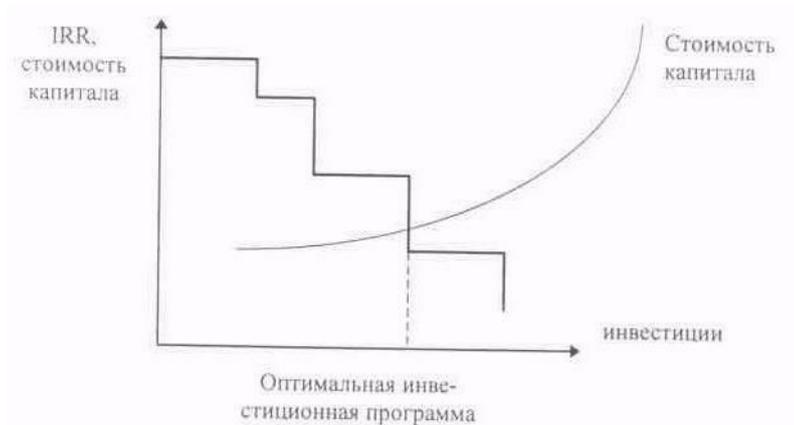


Рис. 2.4 – Оптимальная инвестиционная программа

## 2.2 Средневзвешенная стоимость капитала предприятия

Капитал для финансирования инвестиционной программы может быть получен по-разному. Заемные средства могут быть получены путем банковских кредитов или эмиссии долговых ценных бумаг. Собственными средствами является прибыль предприятия или средства, полученные путем эмиссии обыкновенных и привилегированных акций.

Обычно предприятие для финансирования инвестиций пользуется капиталом из различных источников, которые разные по стоимости. Стоимость капитала определяется структурой капитала (удельным весом каждого источника финансирования) и стоимостью каждого источника.

Стоимость капитала предприятия рассчитывается как средневзвешенная стоимость (Weighted average cost of Capital или WACC).

$$WACC = w_1 \cdot k_1 + w_2 \cdot k_2 + \dots + w_n \cdot k_n, \quad (2.1)$$

Где  $w$  — доля источника финансирования;  $k$  — стоимость источника финансирования.

Например, предприятие использует собственный капитал (обыкновенные акции) и заемный капитал (банковский заем) для финансирования своей деятельности. Стоимость кредита 15% годовых, стоимость собственного капитала 20% годовых (доходность альтернативных вложений). Определите средневзвешенную стоимость капитала, если доля заёмных средств составляет 30%.

$$WACC = 20 \cdot 0,7 + 15 \cdot 0,3 = 5,9\%.$$

Следует иметь в виду, что при определении стоимости капитала рассчитывается не столько стоимость существующих источников финансирования, сколько стоимость вновь привлеченного капитала. Например, если предприятие использует ссуду для финансирования своей деятельности, стоимость которой составляет 15%, а новая ссуда предприятия может привлечь только менее 18%, то эту стоимость ссуды необходимо учитывать при расчете WACC. Тогда

$$WACC = 20 \cdot 0,7 + 18 \cdot 0,3 = 6,8\%.$$

Таким образом, задача расчета стоимости капитала делится на две задачи:

1. Определение оптимальной структуры капитала, т. е. Сочетание различных источников финансирования инвестиций.

2. Расчет стоимости каждого источника финансирования. Сконцентрируем внимание на второй проблеме. Для этого мы допустим, что задача определения оптимальной (долгосрочной) структуры капитала уже решена. То есть фирма будет строго придерживаться некоторой оптимальной (целевой) структуры источников финансирования.

Стабильность заемного капитала определяет явные затраты фирм - это процентная ставка, которую компания вынуждена платить истцу за определенные ссуды. Несмотря на необходимость внести некоторые особенности заёмных источников финансирования. Эта функция включает в себя до всех налоговых эффектов. В большинстве стран законодательство

регулирует расходы, связанные с выплатой процентов, относящиеся к ним сами (т. Е. Исключенные из налогооблагаемого дохода). Этот атрибут защищен («сохранен») некоторым денежным потоком.

Это очень важно в зависимости от конкретных договоров условного займа, от особенностей системы предложений по правильному определению стоимости заёмных источников финансирования. Обратите внимание, что к налоговым последствиям следует относиться с осторожностью. Например, вам не нужно изучать налоговый эффект, если фирма не получает прибыль или планирует получать прибыль в определенные периоды.

Особенностью привилегированных акций как источника финансирования является обязанность предприятий выплачивать гарантированные дивиденды. Самый распространенный вид - это гарантия постоянного дивиденда (обычно в% от номинальной стоимости привилегированной акции). В этом случае, если стоимость платежа снижается, нужно определить доходность, определяющую рынок.

$$K_p = D/P \quad (2.2)$$

где D - дивиденд, выплачиваемый по привилегированной акции; P - цена привилегированной акции; K<sub>p</sub> - требуемая рентабельность.

При анализе стоимости источника финансирования необходимо учитывать затраты, связанные с привлечением капитала. В случае выпуска привилегированных акций эти расходы могут включать в себя расходы, связанные с оплатой консультанта по инвестициям, который оказывает помощь в организации выпуска, расходы, понесенные в рамках процедуры андеррайтинга, организации рекламной компании и т. Д. [ 6].

Налоговые эффекты не влияют на стоимость капитала, поскольку дивиденды по привилегированным акциям не относятся к стоимости и, следовательно, не экономят налог на прибыль.

Определение стоимости собственного капитала - самый сложный момент в инвестиционном анализе. Прежде всего отметим особенности

определения стоимости капитала, полученного за счет размещения обыкновенных акций нового выпуска и реинвестирования прибыли.

Подумайте, какова стоимость использования вашей собственной прибыли. Использование этого источника не требует явных затрат. Если компания финансирует свою инвестиционную программу за счет собственной прибыли, выплаты (в виде явного оттока средств) источников фондирования не потребуются. Поэтому, на первый взгляд, прибыль - самый дешевый источник финансирования.

Однако в экономике любой ограниченный ресурс имеет ценность. В данном случае мы должны говорить об альтернативной стоимости собственной прибыли предприятия. Альтернативной стоимостью использования прибыли внутри компании является доход, который мог быть получен при альтернативном использовании. например, при вложении данных средств в другие инвестиционные проекты, которые осуществляют другие предприятия.

У акционеров компании есть две альтернативы использованию прибыли:

1. Реинвестирование прибыли внутри компании.
2. Вложение дивидендов, полученных вне компании.

Предположим, на рынке капитала у акционеров данной компании существует возможность инвестировать дивиденды в проекты с аналогичным уровнем риска, обеспечивая требуемый уровень доходности  $K_s$ .

Благополучие акционеров не ухудшится, если доходность реинвестирования прибыли внутри компании будет не меньше доходности вложения дивидендов вне компании (инвестиции должны иметь такой же уровень риска). В противном случае благосостояние акционеров ухудшится, что отразится на падении стоимости акций.

Таким образом, стоимость капитала в виде реинвестированной прибыли определяется требуемой доходностью держателей обыкновенных акций.

Оценить требуемую доходность непросто, в отличие от стоимости заемного капитала, она явно не представлена на рынке.

Практика финансового менеджмента разработала три способа определения требуемой доходности для акционеров (или стоимости капитала). Рассмотрим суть и возможность использования данных методов.

Модель CAPM - показывает зависимость стоимости собственного капитала от безрисковой доходности и премии за риск.

$$K_s = K_{rf} + (K_m - K_{rf}) * \beta \quad (2.3)$$

Использование этой модели возможно если имеются статистические данные, которые позволят рассчитать бэ́та-коэффициенты ( $\beta$ ), безрисковую ставку процента ( $K_{rf}$ ) и доходность рыночного портфеля ( $K_m$ ). Применение равновесных моделей для оценки  $K_s$  равнозначно допущению о том, что рынок является эффективным и не слишком сильно отклоняется от равновесного состояния.

Модель ДДМ - второй метод определения стоимости собственного капитала основан на использовании модели дисконтированного потока дивидендов (ДДМ). Чаще всего при использовании DDM предполагается, что дивиденды будут расти с постоянной скоростью ( $e$ ). Стоимость собственного капитала или требуемая доходность держателей обыкновенных акций рассчитывается по следующей формуле:

$$K_s = D_1 / P_0 + d \quad (2.4)$$

где  $D_1$  — размер дивиденда в период 1;  $P_0$  — текущая рыночная цена акции;  $d$  — темп роста дивиденда.

Особую трудность в данной модели представляет собой прогноз темпа роста дивидендов. Для прогноза темпов роста используются данные о

политике выплаты дивидендов и доходности инвестиционных проектов компании [12].

Метод «доходность облигации плюс премия за риск» основан на использовании экспертных оценок. Эксперты пытаются определить премию за риск, которую потребуют держатели облигаций той или иной компании в случае конвертации их облигаций в обыкновенные акции. Наблюдения за этим показателем в течение длительного периода в США позволили нам спрогнозировать среднюю премию за риск. В отдельные периоды эта премия была иной и составляла от 3% до 6%.

Следует отметить, что не существует жесткого и быстрого метода применения каждого из этих методов. В этом случае аналитик должен определиться с конкретным методом расчета, исходя из собственного опыта и здравого смысла.

### **2.3 Методические подходы к формированию оптимальной структуры финансовых ресурсов**

Все существующие в настоящее время методы определения оптимальной структуры капитала базируются на допущениях традиционных теорий структуры капитала.

В основе метода операционной прибыли является бухгалтерская отчетность компании, с помощью которой определяется операционная прибыль. Основные предпосылки метода – нормальность распределения прибыли компании и ее независимость от структуры капитала [10].

На базе показателя долговой нагрузки и волатильности операционной прибыли рассчитывается вероятность банкротства компании. Банкротство в данном случае рассматривается, как неспособность компании исполнить текущие обязательства перед кредиторами, т.е. недостаточность операционной прибыли для покрытия процентных платежей и выплаты основной суммы долга. В рамках метода рассматриваются различные

значения финансового рычага, каждому соответствует своя вероятность банкротства. Долговая нагрузка на прибыль рассчитывается исходя из уже привлеченных заёмных средств «с учетом предполагаемых условий привлечения дополнительного заемного капитала» [4].

Формула для расчета коэффициента вероятности банкротства ( $B$ ) выглядит следующим образом:

$$B = \frac{\overline{EBIT} - DP}{\sqrt{\sigma^2}} \quad (2.5)$$

где  $DP$  – долговая нагрузка;  $\overline{EBIT}$  – среднее значение операционной прибыли;  $\sigma^2$  – дисперсия операционной прибыли.

Сама вероятность банкротства определяется на базе коэффициента  $B$  и распределения Стьюдента. Рассчитанное значение сравнивается с пороговым, которое определяется внутри компании, затем принимается решение об увеличении или сокращении финансового рычага компании. Если вероятность банкротства превышает пороговое значение, компания должна сократить долю заёмных средств и наоборот. Оптимальное значение финансового рычага достигается при равенстве вероятности банкротства пороговому значению [10].

Недостатком данного метода определения оптимальной структуры капитала является использование ретроспективных значений операционной прибыли. То есть при анализе учитывается лишь прошлое компании, при этом игнорируются её возможности развития, рыночные тенденции и т.п. Кроме того, данный метод нежелательно использовать в отраслях с высокой волатильностью доходов [10].

Метод затрат на капитал основывается на минимизации средневзвешенных затрат на капитал (WACC). «Средневзвешенные затраты на капитал служат ставкой дисконтирования, посредством которой исчисляется приведенная стоимость будущего денежного потока, ожидаемого инвесторами» [6].

Поскольку заемные средства дешевле, чем собственные, до определенного момента времени при росте финансового рычага показатель WACC будет снижаться. Однако, когда премия за риск, связанный с ростом долговых обязательств превысит выгоды от использования заёмных средств, показатель средневзвешенных затрат на капитал начнет снижаться. Таким образом, минимизация показателя WACC позволяет максимизировать стоимость компании, а, следовательно, показывает оптимальный уровень финансового рычага.

Если кривая зависимости средневзвешенных затрат на капитал от финансового рычага не имеет четко выраженного минимума, то результатом применения метода можно считать интервальную оценку оптимальной структуры капитала, что даёт финансовому менеджеру некоторую свободу принятия решений о финансировании деятельности [16].

Метод максимизации рентабельности собственного капитала (эффект финансового рычага). Эффект финансового рычага заключается в росте рентабельности собственных средств (ROE) за счёт использования заёмных средств. Однако, с другой стороны, увеличение долговой нагрузки ведёт к росту риска неплатежеспособности компании [15]. Кроме того, финансовый менеджер должен обеспечивать превышение доходности деятельности компании над затратами на капитал (или, другими словами, положительное значение дифференциала финансового рычага).

Задача оптимизации эффекта финансового рычага выглядит следующим образом:

$$(1-t) \cdot (ROA - r_i) \cdot \frac{D}{E} \rightarrow \max \quad (2.6)$$

где  $t$  – ставка налогообложения;  $D$  – размер долга компании;  $E$  – размер собственного капитала компании;  $(ROA - r_i)$  – дифференциал финансового рычага.

Дифференциал финансового рычага «является основным условием, формирующим положительный эффект финансового рычага. Чем выше положительное значение дифференциала финансового рычага, тем выше, при прочих равных, будет его эффект» [7]. Его детерминантами являются эффективность деятельности самой компании и состояние рынка.

Вводимые при решении задачи максимизации ограничения могут меняться в соответствии с решением менеджмента компании и ключевыми направлениями ее развития. Ограничения могут накладываться, например, на размер активов, процент за привлечение кредита, разницу между рентабельностью активов и процентом по кредиту [14].

Использование данного метода позволяет получить прогнозные показатели и помогает при принятии решений о финансировании дальнейшей деятельности компании.

Метод скорректированной приведённой стоимости (APV) тесно связан с теорией компромисса, то есть учитывает положительный и отрицательный эффект от использования заёмного капитала: выгоды от налогового щита и затраты финансовых затруднений. С определённого момента времени отрицательный эффект превышает положительный, и стоимость компании падает. Таким образом, компании необходимо найти такое значение финансового рычага, при котором разница между выгодами и издержками заёмного финансирования была бы максимальной.

Расчёт стоимости компании, не использующей заёмных средств ( $V_U$ ), осуществляется с помощью модели DCF (дисконтированных денежных потоков). Приведённая стоимость затрат финансовых затруднений рассчитывается с помощью вероятности банкротства, описанного в рамках метода операционной прибыли. Поэтому недостатки определения вероятности банкротства влияют на определение оптимальной структуры капитала в рамках метода APV.

Метод «ЕВІТ-ЕРС». Выбор источника финансирования оказывает влияние на показатель прибыли на акцию (ЕРС). Он становится более чувствительным к изменениям операционной прибыли в условиях роста доли заёмного капитала или проведения эмиссии акций [16]. Данный метод заключается в построении линейной зависимости между прибылью до вычета процентов и налогов (ЕВІТ) и ЕРС при различных соотношениях собственного и заёмного капиталов. Затем при фиксированном значении ЕВІТ производится поиск такого варианта финансирования, при котором прибыль на акцию будет максимальной.

Взаимосвязь ЕВІТ и ЕРС выглядит следующим образом:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - t) - Div}{N} \quad (2.7)$$

где  $I$  – сумма процентов;  $Div$  – выплачиваемые по привилегированным акциям дивиденды;  $N$  – количество обыкновенных акций, находящихся в обращении.

Основной недостаток данного метода заключается в игнорировании риска, связанного с привлечением средств. Таким образом, максимальное значение ЕРС может быть связано с очень высоким уровнем риска, так, что затраты на капитал будут не минимальны, а следовательно стоимость капитала компании не будет максимальной. Кроме того, данный метод не направлен на максимизацию стоимости компании, поскольку максимизирует прибыль на акцию. Следовательно, сформированная в результате структура капитала компании может отличаться от оптимальной [16].

Подводя итоги проведённого обзора теоретических и эмпирических исследований, посвящённых теориям, объясняющим формирование структуры капитала, а также методам, определяющим оптимальное соотношение между заёмным и собственным капиталом компании, отметим следующее:

1. В настоящее время не существует общепризнанной в академической среде теории, способной объяснить закономерности формирования структуры капитала. Выводы эмпирических исследований говорят о том, что для объяснения поведения одних и тех же компаний можно применить несколько теорий одновременно, а, следовательно, они не являются взаимоисключающими.

2. Большинство существующих методов оптимизации структуры капитала основано на предпосылках традиционных теорий. Ни один из существующих методов не учитывает поведенческих факторов формирования структуры капитала. Эта ситуация отражена на рисунке 2.5.

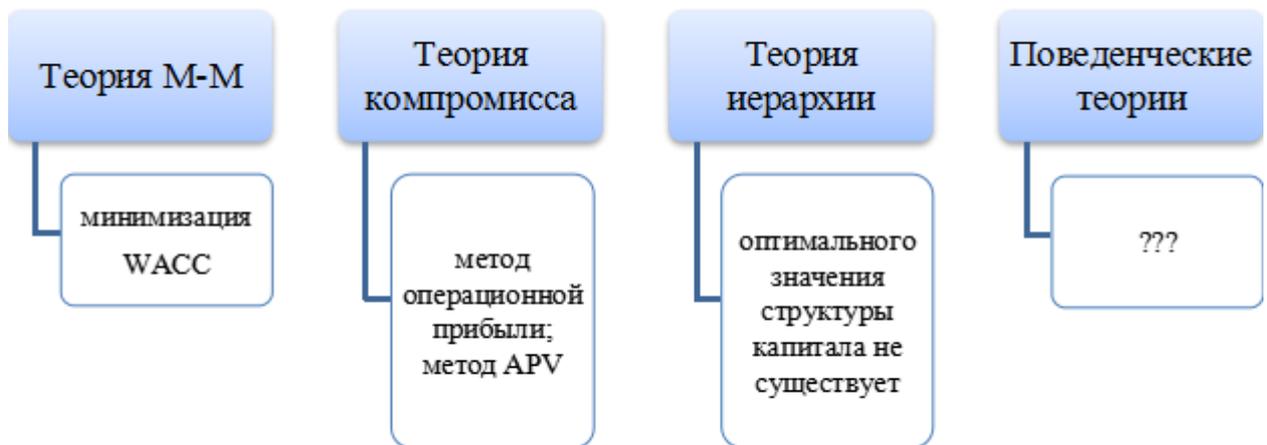


Рис.2.5. - Соотношение между теориями структуры капитала и методами её оптимизации

В заштрихованных прямоугольниках перечислены теории структуры капитала, в белых прямоугольниках – соответствующие теориям методы нахождения оптимальной структуры капитала.

3. Оптимальная структура капитала, определенная в соответствии с существующими методами, систематически отклоняется от текущего значения финансового рычага компании, рассчитанного по балансу компании [2,8,17]. Исследователи видят причину такого отклонения в

действии различных неучтенных факторов, оказывающих влияние на структуру капитала. Можно предположить, что среди таких факторов есть и личные качества менеджеров, принимающих решения относительно структуры капитала.

## РАЗДЕЛ 3 УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

### 3.1 Расчёт оптимальной структуры финансовых ресурсов предприятия

Для определения наилучшей (оптимальной) структуры капитала, необходимо решить, какую часть необходимых для инвестиционной программы финансовых средств получить путем выпуска акций, какую часть взять в кредит.

Оптимальной будет структура, минимизирующая стоимость капитала и, следовательно максимизирующая благосостояние (богатство) владельцев фирмы и цену их акций. Это вытекает как из основных целей фирмы, так и из основных функций финансового менеджера, которые как раз и состоят в максимизации цены акций и, естественно, все усилия по формированию структуры капитала будут направлены именно на эти цели [6].

Рассмотрим позицию двух компаний, которые различаются только структурой капитала. Обе компании используют капитал в размере 1 000 млн грн. Ожидаемая прибыль до уплаты налогов и процентов - 1 000 млн грн. (50% вероятность получения дохода в размере 50 млн грн и вероятность 50% - 150 млн грн).

Структура капитала предприятия А состоит из 100 акций по 10 млн грн. каждая, структура капитала фирмы В состоит из ссуды в размере 500 миллионов гривен. и 50 акций по 10 млн грн каждая. за акцию. Стоимость кредита 6%. Рассчитаем ожидаемый доход на акцию (EPS) каждого предприятия.

$$EPS_A = (0,5 \cdot 150 + 0,5 \cdot 100) : 100 = 1 \text{ млн. грн.}$$

$$EPS_B = (0,5 (150 - 500 \cdot 0,06) + 0,5 (50 - 500 \cdot 0,06)) : 50 = 1,4 \text{ млн. грн.}$$

Рассчитаем риск, связанный с инвестициями в каждую фирму.

$$\sigma_{EPS_A} = \sqrt{0,5(1,5-1)^2 + 0,5(0,5-1)^2} = 0,5$$

$$\sigma_{EPS_B} = \sqrt{0,5(2,4-1)^2 + 0,5(0,4-1)^2} = 0,6.$$

Увеличение ожидаемой прибыли на акцию (с 1 млн грн до 1,4 млн грн) сопровождается увеличением риска.

Цены на акции двух компаний будут зависеть от того, как акционеры сравнивают дополнительный риск и дополнительный доход.

Допустим, возникла парадоксальная ситуация - акционеры нейтральны к риску. Это означает, что акционеры требуют одинакового уровня доходности инвестиций в акции обеих компаний (скажем, 10%). Определите цены акций предприятий А и В в этом случае:

$$P_A = D_A / K_A = 1 / 0,1 = 10 \text{ млн.грн.}$$

$$P_B = D_B / K_B = 1,4 / 0,1 = 14 \text{ млн.грн.}$$

Если акционеры нейтральны по отношению к дополнительному риску, стоимость фирмы В, то есть фирмы, использующей финансовый рычаг, будет выше, чем стоимость фирмы А.

Если акционеры рассматривают дополнительный риск как существенный фактор, требуемая доходность инвестиций в фирму В будет выше (например, 16%). В этом случае стоимость фирмы В будет ниже стоимости фирмы А.

$$P_A = D_B / K_B = 1,4 / 0,16 = 8,75 \text{ млн.грн.}$$

Это характерно для традиционного подхода выбора оптимальной структуры капитала предприятия.

В качестве примера рассмотрим варианты привлечения капитала в размере 50 тыс. грн. Компания может значительно увеличить объем хозяйственной деятельности за счет привлечения заемного капитала.

Коэффициент валовой рентабельности активов (без учета процентных расходов по кредиту) прогнозируется на уровне 10%. Минимальная

процентная ставка по кредиту (безрисковая ставка) - 10% (данные условные). Рассчитываем, при какой структуре будет достигнуто максимальное значение рентабельности предприятия. Расчет этого показателя при разных значениях финансового рычага (таблица 3.1).

Таблица 3.1 - Расчёт коэффициента рентабельности при различных значениях финансового левериджа

№ п/п	Показатель	Ед.изм.	Варианты расчета			
			А	Б	В	Г
1	Сумма собственного капитала	тыс. грн.	50	50	50	50
2	Возможная сумма заёмного капитала	тыс. грн.	0	10	50	100
3	Общая сумма капитала	тыс. грн.	50	60	100	150
4	Коэффициент финансового рычага		0	0,2	1	2
5	Валовая прибыль	тыс. грн.	10	15	20	25
6	Коэффициент валовой рентабельности	%	10	10	10	10
7	Ставка процента за кредит без риска	%	10	10	10	10
8	Премия за риск	%	0	0,2	1	2
9	Ставка процента за кредит с учётом риска	%	10	10,2	11	12
10	Сумма уплачиваемых процентов за кредит	тыс. грн.	5	6,12	11	18
11	Прибыль за вычетом процентов за кредит	тыс. грн.	5	8,88	9	7
12	Ставка налога на прибыль	%	20	20	20	20
13	Налог на прибыль	тыс. грн.	1	1,78	1,8	1,4
14	Чистая прибыль	тыс. грн.	4	7,1	7,2	5,6
15	<b>Коэффициент рентабельности собственного капитала</b>	<b>%</b>	<b>8,00</b>	<b>14,21</b>	<b>14,40</b>	<b>11,20</b>

Анализируя полученные значения коэффициента (п.15 табл. 3. 1), можно сделать вывод, что наиболее оптимальной является структура капитала в варианте «В» (достигнуто самое высокое значение коэффициента – 14,4, при соотношении заемного и собственного капиталов равном 1).

Таким образом, проведение различных расчетов с использованием механизма финансового рычага позволяет определить оптимальную структуру капитала, максимизирующую уровень рентабельности.

Решая эту задачу, следует иметь в виду, что максимизация уровня доходности капитала достигается при значительном повышении уровня финансовых рисков, связанных с его формированием, так как между этими двумя показателями существует прямая связь. Поэтому максимизация доходности сформированного капитала должна быть обеспечена в пределах допустимого финансового риска, конкретный уровень которого устанавливается собственниками или руководством предприятия. Можно воспользоваться другим критерием оптимизации структуры капитала – критерием минимизации средневзвешенной стоимости капитала (табл.3.2).

Таблица 3.2. - Расчет WACC при различной его структуре

№ п/п	Показатель	Ед.изм.	Варианты расчета			
			А	Б	В	Г
1	Собственный капитал (акционерный)	%	10,00%	20,00%	50,00%	60,00%
2	Заемный капитал (долгосрочный кредит)	%	50,00%	40,00%	10,00%	0,00%
3	Общая потребность в капитале	%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%
4	Уровень дивидендных выплат	%	7,00%	7,50%	8,00%	10,00%
5	Проценты за кредит	%	12,00%	11,00%	10,00%	0,00%
6	Налог на прибыль	%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
7	Ставка процента за кредит с учетом налога на прибыль (стр. 5* (1-стр.6))	%	9,60%	8,80%	8,00%	0,00%
8	Стоимость собственного капитала	%	0,70%	1,50%	4,00%	6,00%
9	Стоимость заемного капитала	%	4,80%	3,50%	0,80%	0,00%
10	<b>Средневзвешенная стоимость</b>	<b>%</b>	<b>5,50%</b>	<b>5,00%</b>	<b>4,80%</b>	<b>6,00%</b>

Расчет показал, что наименьшее значение средневзвешенной стоимости капитала достигается в варианте Б с соотношением собственного и заемного капитала 50% и 10%. Такая конструкция сводит к минимуму капитальные затраты на обслуживание и является наиболее оптимальной.

### **3.2 Система управления и оптимизации структуры капитала**

Оптимальная структура капитала - это соотношение использования собственных и заёмных средств предприятия, которое обеспечивает наиболее эффективное соотношение между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости, т.е. максимизирует рыночную стоимость предприятия. Оптимизация структуры капитала - это непрерывный процесс адаптации к изменениям экономической ситуации, налогового законодательства, сил конкуренции.

В качестве основных принципов управления и оптимизации структуры капитала можно отметить:

- структура финансирования предприятия, в первую очередь, должна соответствовать стратегическим целям предприятия и его акционеров;
- финансовый рычаг увеличивает стоимость предприятия, но при этом растут риски и затраты, связанные с заемными средствами;
- замещение долга целесообразно в случае ограниченных по времени и объему инвестиций, прогнозируемых долгосрочных стабильных денежных потоков и значительных материальных активов. В случае преобладания нематериальных активов и плохо прогнозируемых инвестиционных затрат, лучше профинансировать за свой счет;
- изменения в экономике могут полностью переломить ситуацию, и вчерашние лидеры станут аутсайдерами;

- при принятии решения о структуре финансирования необходимо учитывать все стороны, вовлеченные в процесс: акционеров, кредиторов, менеджмент, поставщиков и клиентов, персонал компании.

Таблица 3.3 - Система управления и оптимизации структуры капитала

Система управления структурой капитала		Система оптимизации структуры капитала	
Пропорции формирования капитала путем:		Оптимальные пропорции формирования капитала в	
1. Собственного и заемного капитала	2. Краткосрочных обязательств	3. Срочные и просроченные обязательств	4. Неплатежи и источники их компенсации
Критерии идентификации			
1. Формирование пропорций собственного и заемного капитала как показателей финансового состояния и стабильности		1. Формирование оптимально заданных пропорций собственного и заемного капитала как индикаторов роста финансовой устойчивости	
2. Формирование соотношения собственного и заемного капитала и его использование в этих показателях как показателей эффекта финансового рычага		2. Формирование оптимально заданных пропорций собственных и заёмных средств капитала и его использование в этих пропорциях как индикатора увеличения эффекта финансового рычага	
3. Формирование пропорций собственного и заемного капитала по отношению к структуре активов как показателей финансовых рисков		3. Формирование источников капитала в оптимальном соотношении со структурой активов как индикаторов наращивания потенциала минимизации финансовых рисков	

Сегодня однозначное решение проблемы оптимизации структуры капитала практически невозможно. Не существует общей теории, которую можно было бы применить к любой компании. Следует учитывать довольно много качественных и количественных факторов, но можно выделить основные критерии оптимизации структуры капитала предприятия: приемлемый уровень прибыльности и риска в деятельности; минимизация средневзвешенной стоимости капитала; максимизация рыночной стоимости.

## **ВЫВОДЫ**

При переходе на рыночные пути ведения предприятия значительно расширили структуру различных источников финансирования. Наиболее важным элементом в составе финансовой стратегии предприятия является стратегия формирования финансовых ресурсов. Она обеспечивает наиболее эффективное использование собственных финансовых средств, а также бесперебойную деятельность в необходимых объёмах.

Необходимость оптимизация структуры источников формирования финансовых ресурсов объясняется тем, что рассчитанное соотношение внутренних и внешних источников формирования инвестиционных ресурсов может не соответствовать требованиям финансовой стратегии предприятия и существенно снижать уровень его финансовой устойчивости.

Главными критериями оптимизации соотношения внутренних и внешних источников финансирования финансовой деятельности выступают, во-первых, необходимость обеспечения высокой финансовой устойчивости предприятия, а во-вторых, максимизация суммы прибыли от финансовой деятельности, остающаяся в распоряжении первоначальных учредителей предприятия, при различных соотношениях внутренних и внешних источников финансирования этой деятельности.

Рассматривая каждый источник в отдельности, предприятие оценивает все достоинства и недостатки и выбирает для себя наиболее эффективный. Тем самым реализуется преимущество финансирования финансовых ресурсов в условиях рынка – возможность выбора наиболее приемлемого и эффективного источника финансирования.

Оптимальной структурой капитала является такое соотношение использования собственных и заёмных средств, которое обеспечивает наиболее эффективную пропорциональность между коэффициентом финансовой доходности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, то есть его рыночная стоимость максимизирована.

Анализируя структуру капитала предприятия, основной целью анализа является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в планируемый период и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала.

Следует отметить, что одна из основных задач финансового управления - максимизация уровня рентабельности собственного капитала на данном уровне финансового риска - реализуется различными методами. Одним из основных механизмов реализации этой задачи является «финансовый рычаг».

Финансовый рычаг характеризует использование заёмных средств предприятием, влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, финансовый рычаг - это объективный фактор, возникающий с появлением заёмных средств в размере капитала, используемого предприятием, позволяет ему получать дополнительную прибыль от собственного капитала.

Несмотря на существующие методики определения оптимальной структуры капитала, каждое предприятие должно само для себя выбрать и определить оптимальную структуру капитала, которая должна максимизировать прибыль на единицу собственного капитала при минимизации уровня риска.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Акціонерні товариства. Залучення інвестицій. -К.:редакція «Української інвестиційної Газети». 1997. - 416с.
2. Анюхина И.М., Ивановский И.О., Катаева Е.В., Озорнина О.В., Серебрянский Д.В., Шмидт-Рост М. 2008. Оценка оптимальной структуры капитала компаний ОАО «Уралкалий» и Kali&Salz AG. Электронный журнал Корпоративные финансы 4 (8): 88-105.
3. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. К.: МП «ИТЕМ» ЛТД, «Юнайтед Лондон Трейд Лимитед», 1995. -448с.
4. Бланк И.А. Финансовый менеджмент. 1999. -223с.
5. Борзунов В.И. Инвестиционный менеджмент.- Сумы: 1998. – 25 с.
6. Бригхэм Ю., Гапепски Л. Финансовый менеджмент. — СПб.. Экономическая школа. 1997,
7. Герасимчук Н. Источники и структура капитальных вложений//Экономика Украины. – 1998. - №12. – с.16 – 24.
8. Животова Е.Л., Алексеев А.А., Протасов В.С., Ламминен Е. 2008. Определение оптимальной структуры капитала на примере финской компании Alma Media Corp. и российской компании «РБК Информационные системы» // Электронный журнал Корпоративные финансы. № 4 (8). С. 106-113.
9. Зотова Е. В. Методика оптимизации структуры капитала. URL: [http://saransk.ruc.su/upload/medialibrary/b7f/zotova\\_v3\\_2016.pdf](http://saransk.ruc.su/upload/medialibrary/b7f/zotova_v3_2016.pdf)
10. Ивашковская И. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Электронный журнал Корпоративные финансы. 2005. №45. С.35-38
11. Идрисов А.Б., Картышев С.В., Постников А.В. Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций. -М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997. -272с.

12. Овсейчук М.Ф. Сидельникова Л.Б. Методы инвестирования капитала: Финансовый менеджмент. – М.: 1996. – 128 с.
13. Резниченко А.П. Чередник А.Л. Финансы предприятий: Монография. – Донецк: «Лебідь», «Регіон», 1998. – 356 с.
14. Руденко А.М. Управление капиталом организации в условиях рынка // Финансы и кредит. 2007. №43. с.35-38.
15. Сысоева Е.Ф. Сравнительный анализ подходов к проблеме оптимизации структуры капитала // Финансы и кредит. 2007. №25. с.55-59.
16. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов / М.: ГУ ВШЭ, 2000. 504 с.
17. Теплова Т.В., Григорьева Т.И. Ситуационный финансовый анализ: схемы, задачи, кейсы: Учебное пособие для вузов / М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2006. 605 с.
18. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор: Учебно-практическое пособие / М.: Издательство Юрайт, 2010. – 480 с.
19. Финансы. Учеб. пособие / Под ред. А.М.Ковалёвой. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 336 с.
20. Фінанси підприємств: Підручник / За ред. проф. А.М.Поддєрьогіна. – К.: КНЕУ, 1998. – 368 с.

