Министерство образования и науки Российской Федерации

Федеральное агентство по образованию

Государственное образовательное учреждение высшего профессионального

образования

«ХАБАРОВСКАЯ ГОСУДАРСТВЕННАЯ АКАДЕМИЯ ЭКОНОМИКИ И ПРАВА»

Факультет: «Аудитор»

Кафедра финансов

КОНТРОЛЬНАЯ РАБОТА

По дисциплине: Финансовый менеджмент

Тема №: 7. «Оптимизация структуры капитала организации».

Проверил (а):\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

2010

**Содержание.**

1. Основные цели и задачи оптимизации структуры капитала организации………………………………………………………………..3
2. Основные теории структуры капитала…………………………………10
3. Основные этапы оптимизации структуры капитала…………………..18
4. Определение стоимости основных источников финансирования……26
5. Список использованной литературы…………………………………....29

**1. Основные цели и задачи оптимизации структуры капитала организации.**

Структура капитала – это совокупность финансовых средств предприятия из различных источников долгосрочного финансирования, а если говорить точнее - соотношение краткосрочных обязательств, долгосрочных обязательств и собственного капитала организации.

Когда предприятие расширяется, ему необходим капитал, в зависимости от того какие у предприятия источники финансирования различают заемный капитал или собственные средства. Заемные средства имеют два существенных преимущества. Во-первых, выплачиваемые проценты вычитаются при расчете налога, что снижает фактическую стоимость займа. Во-вторых, те, кто предоставляют заем, получают фиксированный доход, и акционеры не должны делиться с ними прибылью, если предприятие окажется успешным.

Однако у заемных средств есть и недостатки. Во-первых, чем выше коэффициент задолженности, тем рискованнее предприятие, а следовательно, выше стоимость для фирмы и заемных средств, и собственного капитала. Во-вторых, если компания переживает, тяжелые времена и ее операционной прибыли не хватает для покрытия расходов на выплату процентов, акционеры сами должны будут восполнить дефицит, а если они не смогут этого сделать, компания будет объявлена банкротом.

Поэтому компании, у которых прибыль и операционные потоки денежных средств неустойчивы, должны ограничивать привлечение заемного капитала. С другой стороны, те компании, у которых денежные потоки более стабильны, могут свободнее привлекать заемное финансирование. Однако встает вопрос: является ли заемное финансирование лучше «собственного»? Если «да», должны ли фирмы полностью финансироваться за счет заемных средств или все-таки в определенной степени? Если наилучшим решением является комбинация заемных средств и собственного капитала, то каково оптимальное их соотношение?

Стоимость любой фирмы представляет собой приведенное значение ее будущих свободных денежных потоков, дисконтированных по средневзвешенной стоимости ее капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Изменения структуры капитала, меняющие процентное соотношение ее компонентов, будут оказывать влияние на риск и стоимость каждого вида капитала, а также на WACC в целом. Изменения структуры капитала могут также влиять и на свободные денежные потоки, влияя на решения менеджеров, связанные с формированием бюджета капитальных вложений, а также определяя затраты, связанные с банкротством и финансовым крахом. Таким образом, структура капитала оказывает воздействие как на свободные потоки денежных средств, так и на WACC, а следовательно, и на цены акций.

Кроме того, многие фирмы выплачивают дивиденды, которые уменьшают нераспределенную прибыль, и таким образом увеличивают сумму, которую эти фирмы должны изыскать дополнительно для того, чтобы обеспечить финансирование своего бизнеса. Следовательно, решения о структуре капитала взаимосвязаны с политикой выплаты дивидендов. В этом разделе сайта мы сделаем акцент на выборе структуры капитала.

На решения о структуре капитала влияют многие факторы, как вы это увидите, определение оптимальной структуры капитала - это не точная наука. Поэтому даже фирмы, принадлежащие одной и той же отрасли, часто имеют значительно отличающиеся структуры капитала. Здесь мы сначала рассмотрим воздействие структуры капитала на риск ее компонентов, после чего мы используем эти данные для определения оптимального соотношения заемных и собственных средств.

Оптимизация структуры капитала

Деятельность компании подчинена определенным жизненным циклам. Для оценки структуры собственного капитала предприятия и принятия решения о ее оптимизации необходимо понимать, какой этап развития переживает компания в текущий момент.

Наиболее динамична стадия развития и диверсификации бизнеса, когда приходится принимать решения об инвестициях и их источниках. Получить ответ на вопрос, за счет какого источника выгоднее осуществить инвестиции, помогают методы финансового моделирования.

На практике чаще всего складывается ситуация, когда использование кредитных ресурсов позволяет существенно сократить срок достижения экономического эффекта, потому что аккумулирование прибыли для проектов — процесс длительный, а время, как известно, — деньги. В конечном итоге экономия времени приводит к более быстрому росту компании и максимизации прибыли.

На стадии стабилизации потребность в долгосрочных займах может просто не возникать. Для этой стадии нормальной является структура капитала, в которой доля заемного капитала минимальна.

В период спада или кризиса разрабатываются планы дальнейшей деятельности компании. Как правило, в этот момент обсуждаются антикризисные меры или принимается решение о ликвидации. Если намечен план по выводу компании из кризиса, то на этой стадии ухудшаются показатели рентабельности, снижается финансовая устойчивость. В данной ситуации предприятие влезает в долги и отношение собственного капитала к заемному очень низко (что и свидетельствует о кризисной ситуации). Здесь более значимой становится не структура капитала как таковая, а тенденции изменения финансового портфеля и будущие показатели, рассчитанные на основе плана выхода из кризиса.

Хотелось бы отметить, что универсальных критериев формирования оптимальной структуры капитала нет. Подход к каждой компании должен быть индивидуальным и учитывать как отраслевую специфику бизнеса, так и стадию развития предприятия. То, что характерно для структуры капитала компании, специализирующейся, например, на управлении недвижимостью, не совсем уместно для фирмы из сферы торговли или услуг. У этих компаний разные потребности в собственных оборотных средствах и разная фондоемкость. Следует учитывать и такой фактор, как публичность: непубличные компании с узким кругом учредителей (акционеров) более мобильны в принятии решений об использовании прибыли, что позволяет им достаточно легко варьировать и величину, и структуру капитала.

Структура капитала отражает соотношение заемного и собственного капиталов, привлеченных для финансирования долгосрочного развития компании. От того, насколько структура оптимизирована, зависит успешность реализации финансовой стратегии компании в целом. В свою очередь оптимальное соотношение заемного и собственного капиталов зависит от их стоимости.

В российской деловой среде распространено заблуждение, согласно которому собственный капитал считается бесплатным. При этом забывается очевидный факт: платой за собственный капитал являются дивиденды, и практически всегда это делает финансирование за счет собственных средств самым дорогим. К примеру, если у собственника бизнеса есть возможность получать дивиденды, скажем, на уровне 40%, стоимость собственного капитала становится более высокой, чем стоимость привлечения кредитов.

Как показывает мировая практика, развитие только за счет собственных ресурсов (то есть путем реинвестирования прибыли в компанию) уменьшает некоторые финансовые риски в бизнесе, но при этом сильно снижает скорость приращения размера бизнеса, прежде всего выручки. Напротив, привлечение дополнительного заемного капитала при правильной финансовой стратегии и качественном финансовом менеджменте может резко увеличить доходы владельцев компании на их вложенный капитал. Причина в том, что увеличение финансовых ресурсов при грамотном управлении приводит к пропорциональному увеличению объема продаж и зачастую чистой прибыли. Особенно это актуально для малых и средних компаний.

Однако перегруженная заемными средствами структура капитала предъявляет чрезмерно высокие требования к его доходности, поскольку повышается вероятность неплатежей, и растут риски для инвестора. Кроме того, клиенты и поставщики компании, заметив высокую долю заемных средств, могут начать искать более надежных партнеров, что приведет к падению выручки. С другой стороны, слишком низкая доля заемного капитала означает недоиспользование потенциально более дешевого, чем собственный капитал, источника финансирования. Такая структура приводит к более высоким затратам на капитал и завышенным требованиям к доходности будущих инвестиций.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое отношение собственных и заемных источников, при котором обеспечивается оптимальное соотношение между уровнями, т.е. максимизируется рыночная стоимость предприятия. При оптимизации капитала необходимо учитывать каждую его часть.

Собственный капитал характеризуется следующими дополнительными моментами:

1. Простотой привлечения (нужно решение собственника или без согласия других хозяйствующих субъектов).

2. Высокой нормой прибыли на вложенный капитал, т.к. не выплачиваются проценты по привлечению средств.

3. Низкий риск потери финансовой устойчивости и банкротства предприятия.

Недостатки собственных средств:

1. Ограниченный объем привлечения, т.е. невозможно существенно расширить хозяйственную деятельность.

2. Не используется возможность прироста рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных средств.

Таким образом, предприятие, использующее только собственные средства, имеет наивысшую финансовую устойчивость, но ограниченны возможности прироста прибыли.

Достоинства заемного капитала:

1. Широкие возможности привлечения капитала (при наличии залога или гарантии).

2. Увеличение финансового потенциала предприятия при необходимости увеличения объемов хозяйственной деятельности.

3. Способность повысить рентабельность собственного капитала.

Недостатки заемного капитала:

1. Сложность привлечения, т.к. решение зависит от других хозяйствующих субъектов.

2. Необходимость залога или гарантий.

3. Низкая норма рентабельности активов.

4. Низкая финансовая устойчивость предприятия.

Следовательно, предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий потенциал и возможность прироста рентабельности собственного капитала. При этом теряется финансовая устойчивость.

Для измерения совокупных результатов, достигаемых при различном соотношении собственного и заемного капитала, используют финансовый показатель – финансовый левиридж (ФЛ). ФЛ измеряет эффект, заключающийся в повышении рентабельности собственного капитала за счет повышения доли заемного капитала в общей их сумме.

ЭФЛ = (Ра – ПС) \* ЗК/СК, где Ра – рентабельность использования активов, ПС – процентная ставка за кредит, ЗК – заемный капитал, СК – собственный капитал.

Выделение этих составляющих позволяет управлять эффектом финансового левириджа. Если дифференциал положителен, то повышение коэффициента приводит к увеличению роста эффекта. Однако рост ЭФЛ имеет предел, т.к. понижение финансовой устойчивости приводит повышению ставки процента.

При определенном коэффициенте дифференциал может быть сведен к нулю. Т.о. повышение финансового левириджа целесообразно при положительном дифференциале. При отрицательном дифференциале происходит снижение рентабельности собственного капитала.

**2. Основные теории структуры капитала.**

**Теория структуры капитала.**

Вопрос нахождения оптимальной структуры капитала уже долгое время захватывает умы многих экономистов. Существует большое количество теорий, показывающих возможность выбора оптимальной структуры капитала. Однако, первое утверждение сформулированное Модильяни и Миллером вызвало некий шок – стоимость компании не зависит от способа ее финансирования.

В работе 1991 года Харрис и Равив (Harris, Raviv) описали достаточно большое количество работ, которые на тот момент изучали теорию структуры капитала. Выбор структуры капитала подразделялся по четырем категориям, показывающим желание:

* отразить конфликт интересов среди различных групп, имеющих требования на ресурсы фирмы, включая менеджеров (*агентский подход*),
* отразить возможность использования частной информации рынка капитала или уменьшения эффекта неблагоприятного отбора (*подход ассиметрии информации*),
* отразить возможность воздействия на характер выпускаемых продуктов или конкуренцию на продуктовом рынке,
* отразить результат корпоративного управления.

Майерс (Myers, 2001), в свою очередь, подразделяет различные теории выбора оптимальной структуры капитала на практике по трем направлениям:

* теория компромисса (tradeoff theory), рассматривающая выбор оптимальной структуры капитала как компромисс между выгодами и потерями заемного финансирования. Например, в качестве выгоды заемного финансирования можно рассматривать налоговый щит, а в качествы потери – издержки финансового кризиса.
* теория сложившихся предпочтений (pecking order theory), предложенная Майерсом и Майлафом (Myers, Majluf, 1984 и Myers, 1984), состоящая в следующем:
  + фирма предпочитает финансирование за счет нераспределенной прибыли без использования заемных средств,
  + фирма адаптирует собственную дивидендную политику к своим инвестиционным возможностям,
  + если требуется финансирование из внешних источников (внутренних источников меньше, чем необходимых вложений), то фирма предпочитает использовать заемные средства в большей степени, нежели выпускать новые акции.
* теория свободного денежного потока (free cash flow theory) предназначена для зрелых компаний склонных к чрезмерному нвестированию. Данная теория утверждает, что чрезмерно большой уровень заемных средств будет увеличивать стоимость компании несмотря на угрозу финансового кризиса, когда операционная прибыль компании гораздо превышает возможные прибыльные инвестиционные возможности компании.

**Теория Модильяни-Миллера.**

В своей модели Модильяни и Миллер (Modigliani&Miller, 1958, 1963) либо явно, либо неявно предполагали выполнение следующих условий (Copeland&Weston, 1992):

* на рынке капитала отсутствуют транзакционные издержки,
* индивидуумы могут занимать и кредитовать по безрисковой ставке процента,
* нет издержек банкротства,
* компании оперируют только двумя видами обязательств – безрисковыми заемными и (рисковыми) собственными средствами,
* компании находятся в одном классе рисковых компаний,
* налоги на корпорации - единственный вид налогообложения,
* все денежные потоки представляют собой перпетуитеты,
* инсайдеры и аутсайдеры обладают одинаковой информацией,
* руководители (менеджеры) компании максимизируют собственный капитал компании.

Большая часть таких предположений, конечно, нереальна. Однако, некоторые предположения можно ослабить без изменения выводов модели. Так, например, предположение о безрисковости заемного капитала компании не изменяет полученных результатов. Однако, предположения об отсутствии издержек банкротства и о наличии только лишь налогов на корпорацию критичны – изменение данных предпосылок изменяет выводы модели. Последние два предположения исключают возможность сигнализирования и агентских издержек и, таким образом, также представляют собой критические предпосылки.

Особое внимание следует уделить пятому предположению - компании находятся в одном классе рисковых компаний. Это предпосылка означает, что в данном классе компаний операционные денежные потоки совершенно коррелированы. Или, другими словами, денежные потоки по проектам различных компаний из одной группы риска отличаются лишь на некий постоянный множитель, . Таким образом, данное предположение аналогично предположению о равенстве доходности инвестиционных проектов в данном классе компаний, т.к..



Рассмотрим инвестиционный проект компании

, для осуществления которого используются только лишь собственные средства. Будем предполагать, что посленалоговые денежные потоки владельцам привлеченного для осуществления данного проекта собственного капитала постоянны и бесконечны во времени. Тогда, стоимость такого инвестиционного проекта составит , где   - ожидаемое значение бесконечных носленалоговых денежных потоков,  - ставка дисконтирования для компании финансируемой исключительно с помощью собственных средств и идентичного с данным инвестиционным проектом риска. Или, что то же самое, , где   - чистая операционная прибыль,   - ставка налогообложения.



Предположим теперь, что для осуществления идентичного (см. пятый пункт на предыдущей странице) проекта компания использует в своей деятельности как собственные, так и заемные средства, тогда денежные потоки владельцам собственного капитала составят , где   - выплаты по заемным средствам. При этом, как и ранее, мы неявно предположили, что на каждом шаге компанией производится полное восстановление выбывших основных фондов для поддержания выпуска на одном уровне, т.к. в противном случае необходимо было бы учитывать возможные потоки связанные с «недо(пере-)инвестированием» , где   - износ основных фондов,   - инвестиции. Следовательно, общий денежный поток владельцам собственных и заемных средств компании составит   или, что то же самое,. Дисконтирование первого слагаемого аналогично предыдущему случаю и, как было показано, стоимость инвестиционного проекта с идентичным риском, генерирующего такие же денежные потоки, есть . Второе слагаемое необходимо дисконтировать по безрисковой ставке процента , т.к. дополнительные потоки налоговой защиты представляют собой надежный источник денежных средств для компании. Таким образом, общая стоимость инвестиционного проекта есть . Данное утверждение и есть вариант первого утверждения (скорректированной) модели Модильяни и Миллера: *стоимость компании, использующей заемный капитал, равна стоимости компании, не использующей заемный капитал, увеличенной на величину налогового щита равного произведению суммы долга на ставку налогообложения*.



**Теория Модильяни - Миллера и WACC.**

При выводе теории Модильяни и Миллера мы исходили из наличия бесконечного ежегодного денежного потока, в реальности же прогнозирование постоянного бесконечного потока кажется маловероятным. Поэтому, как правило, используются оценки эффективности проектов с конечным горизонтом планирования. При этом, условие неограниченности срока жизни проекта оказывается самым слабым местом формулы Модильяни и Миллера. Так, Майерс (Myers, 1974) показывает, что для одногодичного проекта средневзвешенная стоимость капитала будет иметь вид . Таким образом, данное выражение для средневзвешенной стоимости капитала имеет аналогичное выражение, получаемое теорией Модильяни и Миллера, только лишь при . По всей видимости, данная оценка представляет собой нижнюю границу оценки средневзвешенной стоимости капитала.



Рассмотрим «промежуточный» варианнт - инвестиционный проект длится   периодов, денежные потоки постоянны во времени и выплаты по кредиту осуществляются равными долями все время осуществления проекта, тогда: .



Следовательно, в данном случае норма дисконта   определяется исходя из .



При   результат аналогичен решению, полученному Майерсом, а при   получается решение Модильяни и Миллера. Однако, нахождение общего решения для нормы дисконта   представляется невозможным. При малых значениях   и   используя разложение по Тейлору, получается выражение, аналогичное решению Майерса: .



Таким образом, применение *WACC* в качестве нормы дисконта в общем случае приводит к приуменьшению   и, следовательно, к переоценке эффективности инвестиционного проекта.



Также следует особо отметить, что необходимо использовать наряду с нормой дисконта коэффициент   для лучшей оценки эффективности инвестиционного проекта. Так, в случае использования средневзвешенной стоимости капитала необходимо использовать , а для выражения, полученного Майерсом, необходимо использовать . В общем случае, при наличии *Т* периодов, должна использоваться величина   в качестве такого поправочного коэффициента.



Как правило, использование данного метода должно происходить в случаях, когда:

* проект интегрирован в действующее предприятие и не имеет собственной структуры финансирования,
* проект экономически обособлен, но находится на ранней стадии оценки и невозможно точно предположить структуру финансирования.

**Метод скорректированной текущей стоимости (AdjustedPresentValue, APV).**

Метод скорректированной текущей стоимости был предложен Майерсом (Myers, 1974). Майерс предложил рассчитывать скорректированную текущую стоимость как сумму чистого дисконтированного дохода инвестиционного проекта при его финансировании исключительно за счет собственных средств и возможные эффекты, связанные с заемным финансированием, т.е. .



Так, если каждый период времени единственной выгодой заемного финансирования является налоговая защита , то.



Как уже говорилось, являясь представителем третьей группы классификации, метод скорректированной текущей стоимости является более общим по сравнению с методом Модильяни и Миллера. Однако и в данном случае нельзя обойтись без своеобразных проблем – определения величины финансовых эффектов и определения коэффициента .



**Метод остаточного потока (потока свободных денежных средств для акционеров FCFE)**

Метод остаточного потока основывается на расчете дисконтированного по стоимости собственного капитала потока денежных средств для акционеров, *FCFE*, т.е. чистый дисконтированный доход в данном случае будет иметь вид:



Как правило, данный метод применяется в случае, когда (Лимитовский, 2002):

оцениваемый инвестиционный проект экономически выделен (главное – собственная структура финансирования, позволяющая рассчитывать остаточный поток денежных средств), происходит детальная оценка проекта. (При этом известны все участники проекта, их обязательства и шкала погашения долга, обслуживаемого из денежных потоков по активам.)

Если данные условия выполняются, то целесообразно пользоваться именно методом остаточного потока, т.к. результаты, полученные с его помощью, будут наиболее точными.

**Метод налоговой защиты (TaxShelter).**

Данный метод описан в работе Кузнецова, Лившиц (1995) на основе работы Crum, Goldberg (1994). Для использования в качестве денежного потока авторы корректируют денежные потоки, использующиеся в методе средневзвешенной стоимости капитала (т.е. без учета кредитов), уменьшенные на величину налоговой защиты. Норма дисконта рассчитывается по формуле для средневзвешенной стоимости капитала без учета налогообложения, т.е. ,



где   - величина налоговой защиты,   - уплаченные проценты по кредитам,   в данном случае есть.



**3. Основные этапы оптимизации структуры капитала.**

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе финансового управления предприятием. Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т.е. максимизируется его рыночная стоимость.

Процесс оптимизации структуры капитала предприятия осуществляется по следующим этапам:

- Анализ капитала предприятия

- Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала

- Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности

- Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков

Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости

Формирование показателя целевой структуры капитала

Содержание основных этапов процесса оптимизации структуры капитала предприятия.

1. Анализ капитала предприятия. Основной целью этого анализа является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала.

На первой стадии анализа рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов капитала в сопоставлении с динамикой объема производства и реализации продукции; определяется соотношение собственного и заемного капитала и его тенденции; в составе заемного капитала изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств; определяется размер просроченных финансовых обязательств и выясняются причины просрочки.

На второй стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его капитала. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются в динамике следующие коэффициенты:

а) коэффициент автономии. Он позволяет определить в какой степени используемые предприятием активы сформированы за счет собственного капитала, т.е. долю чистых активов предприятия в общей их сумме;

б) коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования). Он позволяет установить какая сумма заемных средств привлечена предприятием на единицу собственного капитала;

в) коэффициент долгосрочной финансовой независимости. Он характеризует отношение суммы собственного и долгосрочного заемного капитала к общей сумме используемого предприятием капитала и позволяет, выявить финансовый потенциал предстоящего развития предприятия;

г) коэффициент соотношения долго- и краткосрочной задолженности. Он позволяет определить сумму привлечения долгосрочных финансовых кредитов в расчете на единицу краткосрочного заемного капитала, т.е. характеризует политику финансирования активов предприятия за счет заемных средств.

Анализ финансовой устойчивости предприятия позволяет оценить степень стабильности его финансового развития и уровень финансовых рисков, генерирующих угрозу его банкротства.

На третьей стадии анализа оценивается эффективность использования капитала в целом и отдельных его элементов. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и рассматриваются в динамике следующие основные показатели:

а) период оборота капитала. Он характеризует число дней, в течение которых осуществляется один оборот собственных и заемных средств, а также капитала в целом. Чем меньше период оборота капитала, тем выше при прочих равных условиях эффективность его использования на предприятии, так как каждый оборот капитала генерирует определенную дополнительную сумму прибыли;

б) коэффициент рентабельности всего используемого капитала. По своему численному значению он соответствует коэффициенту рентабельности совокупных активов, т.е. характеризует уровень экономической рентабельности;

в) коэффициент рентабельности собственного капитала. Этот показатель, характеризующий достигнутый уровень финансовой рентабельности предприятия, является одним из наиболее важных, так как он служит одним из критериев формирования оптимальной структуры капитала;

г) капиталоотдача. Этот показатель характеризует объем реализации продукции, приходящейся на единицу капитала, т.е. в определенной мере служит измерителем эффективности операционной деятельности предприятия;

д) капиталоемкость реализации продукции. Он показывает какой объем капитала задействован для обеспечения выпуска единицы продукции и является базовым для моделирования потребности в капитале в предстоящем периоде с учетом отраслевых особенностей операционной деятельности.

2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала. Практика показывает, что не существует единых рецептов эффективного соотношения собственного и заемного капитала не только для однотипных предприятий, но даже и для одного предприятия на разных стадиях его развития и при различной конъюнктуре товарного и финансового рынков. Вместе с тем, существует ряд объективных и субъективных факторов, учет которых позволяет целенаправленно формировать структуру капитала, обеспечивая условия наиболее эффективного его использования на каждом конкретном предприятии. Основными из этих факторов являются:

• Отраслевые особенности операционной деятельности предприятия. Характер этих особенностей определяет структуру активов предприятия, их ликвидность. Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов, имеет обычно более низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала. Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла. Чем ниже период операционного цикла, тем в большей степени (при прочих равных условиях) может быть использован предприятием заемный капитал.

• Стадия жизненного цикла предприятия. Растущие предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего жизненного цикла и имеющие конкурентоспособную продукцию, могут привлекать для своего развития большую долю заемного капитала, хотя для таких предприятий стоимость этого капитала может быть выше среднерыночной (на предприятиях, находящихся на ранних стадиях своего жизненного цикла, уровень финансовых рисков более высокий, что учитывается их кредиторами). В то же время предприятия, находящиеся в стадии зрелости, в большей мере должны использовать собственный капитал.

• Конъюнктура товарного рынка. Чем стабильней конъюнктура этого рынка, а соответственно и стабильней спрос на продукцию предприятия, тем выше и безопасней становится использование заемного капитала. И наоборот — в условиях неблагоприятной конъюнктуры и сокращения объема реализации продукции использование заемного капитала ускоренно генерирует снижение уровня прибыли и риск потери платежеспособности; в этих условиях необходимо оперативно снижать коэффициент финансового левериджа за счет уменьшения объема использования заемного капитала.

• Конъюнктура финансового рынка. В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается стоимость заемного капитала. При существенном возрастании этой стоимости дифференциал финансового левериджа может достичь отрицательного значения (при котором использование заемного капитала приведет к резкому снижению уровня финансовой рентабельности, а в ряде случаев — и к убыточной операционной деятельности). В свою очередь, при существенном снижении этой стоимости резко снижается эффективность использования долгосрочного заемного капитала (если кредитными условиями не оговорена соответствующая корректировка ставки процента за кредит). Наконец, конъюнктура финансового рынка оказывает влияние на стоимость привлечения собственного капитала из внешних источников — при возрастании уровня ссудного процента возрастают и требования инвесторов к норме прибыли на вложенный капитал.

• Уровень рентабельности операционной деятельности. При высоком значении этого показателя кредитный рейтинг предприятия возрастает и оно расширяет потенциал возможного использования заемного капитала. Однако в практических условиях этот потенциал часто остается невостребованным в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет возможность удовлетворять дополнительную потребность в капитале за счет более высокого уровня капитализации полученной прибыли. В этом случае собственники предпочитают инвестировать полученную прибыль в собственное предприятие, обеспечивающее высокий уровень отдачи капитала, что при прочих равных условиях снижает удельный вес использования заемных средств.

• Коэффициент операционного левериджа. Рост прибыли предприятия обеспечивается совместным проявлением эффекта операционного и финансового левериджа. Поэтому предприятия с растущим объемом реализации продукции, но имеющие в силу отраслевых особенностей ее производства низкий коэффициент операционного левериджа, могут в гораздо большей степени (при прочих равных условиях) увеличивать коэффициент финансового левериджа, т.е. использовать большую долю заемных средств в общей сумме капитала.

• Отношение кредиторов к предприятию. Как правило, кредиторы при оценке кредитного рейтинга предприятия руководствуется своими критериями, не совпадающими иногда с критериями оценки собственной кредитоспособности предприятием, В ряде случаев, несмотря на высокую финансовую устойчивость предприятия, кредиторы могут руководствоваться и иными критериями, которые формируют негативный его имидж, а соответственно снижают и его кредитный рейтинг. Это оказывает соответствующее отрицательное влияние на возможность привлечения предприятием заемного капитала, снижает его финансовую гибкость, т.е. возможность оперативно формировать капитал за счет внешних источников.

• Уровень налогообложения прибыли. В условиях низких ставок налога на прибыль или использования предприятием налоговых льгот по прибыли, разница в стоимости собственного и заемного капитала, привлекаемого из внешних источников, снижается. Это связано с тем, что эффект налогового корректора при использовании заемных средств уменьшается. В этих условиях более предпочтительным является формирование капитала из внешних источников за счет эмиссии акций (привлечения дополнительного паевого капитала). В то же время при высокой ставке налогообложения прибыли существенно повышается эффективность привлечения заемного капитала.

• Финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия. Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход собственников и менеджеров к финансированию развития предприятия, при котором его основу составляет собственный капитал. И наоборот, стремление получить высокую прибыль на собственный капитал, невзирая на высокий уровень рисков, формирует агрессивный подход к финансированию развития предприятия, при котором заемный капитал используется в максимально возможном размере.

• Уровень концентрации собственного капитала. Для того, чтобы сохранить финансовый контроль за управлением предприятием (контрольный пакет акций или контрольный объем паевого вклада), владельцам предприятия не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников, даже несмотря на благоприятные к этому предпосылки. Задача сохранения финансового контроля за управлением предприятием в этом случае является критерием формирования дополнительного капитала за счет заемных средств. С учетом этих факторов управление структурой капитала на предприятии сводится к двум основным направлениям —

1) установлению оптимальных для данного предприятия пропорций использования собственного и заемного капитала;

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

3. Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности. Для проведения таких оптимизационных расчетов используется механизм финансового левериджа.

Проведение многовариантных расчетов с использованием механизма финансового левериджа позволяет определить оптимальную структуру капитала, обеспечивающую максимизацию уровня финансовой рентабельности.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости. Процесс этой оптимизации основан на предварительной оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.

5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков. Этот метод оптимизации структуры капитала связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов предприятия. В этих целях все активы предприятия подразделяются на такие три группы:

а) Внеоборотные активы.

б) Постоянная часть оборотных активов. Она представляет собой неизменную часть совокупного их размера, которая не зависит от сезонных и других колебаний объема операционной деятельности и не связана с формированием запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. Иными словами, она рассматривается как неснижаемый минимум оборотных активов, необходимый предприятию для осуществления текущей операционной деятельности.

в) Переменная часть оборотных активов. Она представляет собой варьирующую часть их совокупного размера, которая связана с сезонным возрастанием объема реализации продукции, необходимостью формирования в отдельные периоды деятельности предприятия товарных запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. В составе этой переменной части оборотных активов выделяют максимальную и среднюю потребность в них.

Существуют три принципиальных подхода к финансированию различных групп активов предприятия.

В зависимости от своего отношения к финансовым рискам собственники или менеджеры предприятия избирают один из рассмотренных вариантов финансирования активов. Учитывая, что на современном этапе долгосрочные займы и ссуды предприятиям практически не предоставляются, избранная модель финансирования активов будет представлять соотношение собственного и заемного (краткосрочного) капитала, т.е. оптимизировать его структуру с этих позиций.

6. Формирование показателя целевой структуры капитала. Предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала позволяют определить поле выбора конкретных его значений на плановый период. В процессе этого выбора учитываются ранее рассмотренные факторы, характеризующие индивидуальные особенности деятельности данного предприятия.

Окончательное решение, принимаемое по этому вопросу, позволяет сформировать на предстоящий период показатель "целевой структуры капитала", в соответствии с которым будет осуществляться последующее его формирование на предприятии путем привлечения финансовых средств из соответствующих источников.

**4. Определение стоимости основных источников финансирования.**

После поиска источников финансирования и определения структуры, оформления договоров финансирования (кредитного договора) начинается процесс инвестирования, т. е. превращение денежной формы капитала в производительную. Затем капитал в процессе оборота начинает приносить доход в виде денежных потоков (прибыли и амортизации) и частично высвобождаться (через ликвидность), пополняя тем самым собственные источники финансирования.

Финансовое обеспечение проектов может осуществляться на безвозвратной или возвратной основе.

Финансирование на безвозвратной основе — это предоставление денежных средств (осуществление затрат) различными инвесторами на неопределенное время в надежде на получение от реализации проекта в будущем доходов, которые покроют с прибылью эти расходы.

Финансирование на возвратной основе — это предоставление инвестором денежных средств на определенное время, с обязательством вернуть их к обусловленному сроку с процентами.

При первом методе источниками финансирования являются бюджетные ассигнования, государственные субсидии, средства внебюджетных фондов, собственные средства инвесторов, а также привлеченные ими средства (финансирование за счет выпуска акций).

При втором методе используется национальный кредит, кредиты международных финансово-кредитных институтов, коммерческих банков и других финансово-кредитных учреждений.

Все большее значение как источник финансирования приобретают другие заемные средства: коммерческий кредит, ипотечные ссуды, средства кредитных союзов, средства от выпуска и продажи облигаций, средства от лизинговых и факторинговых операций.

Основными принципами финансово-кредитных отношений между субъектами инвестиционной деятельности являются договорной, прямой, целевой и непрерывный характер финансирования, принцип взаимного финансового контроля.

Финансирование проектов осуществляется на основании договоров (контрактов) по мере их выполнения. В соответствии с этим принципом оплата работ или услуг производится после их выполнения в целом или по мере выполнения отдельных этапов.

Проектно-изыскательские работы обычно оплачиваются либо за проект в целом, либо за выполненную проектно-сметную документацию.

Прямой и целевой характер финансирования обусловливают поступление средств непосредственно заказчику и только на тот объект, для которого они предусмотрены.

Ритмичность и непрерывность производства требуют и непрерывности его финансирования, своевременной оплаты выполненных работ.

Финансовый контроль за целевым и рациональным использованием выделенных средств осуществляется в зависимости от формы собственности инвестора и используемых источников финансирования проекта, например, при бюджетных ассигнованиях его осуществляют государственные органы финансово-хозяйственного контроля, при долгосрочном кредите — коммерческие банки.

Источники финансирования реальных инвестиций тесно связаны с финансово-кредитным механизмом инвестиционной сферы, где происходит их практическая реализация.

Классической формой самофинансирования инвестиций в индустриальных странах с развитой рыночной экономикой являются собственные средства корпораций в виде нераспределенной прибыли и амортизации, которые дополняются определенной долей эмиссии (выпуска) ценных бумаг (акций и облигаций) и кредита, полученного с рынка ссудного капитала.

Следовательно, капиталовложения финансируются за счет:

• собственных финансовых ресурсов и внутрихозяйственных резервов инвесторов (чистой прибыли; амортизационных отчислений; сбережений граж¬дан и юридических лиц; средств, выплачиваемых органами страхования в виде возмещения потерь от стихийных бедствий, аварий и т.д.);

• заемных финансовых средств инвесторов (банковских кредитов, облигационных займов и др.);

• привлеченных финансовых средств инвесторов (средств, полученных от эмиссии акций, паевых и иных взносов физических и юридических лиц в уставный капитал);

• денежных средств, централизованных добровольными союзами (объединениями) предприятий и финансово-промышленными группами;

• средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозмездной и возмездной основах; средств бюджетов субъектов Российской Федерации; средств внебюджетных фондов (например, дорожного фонда);

• средств иностранных инвесторов.

**5. Список использованной литературы.**

1. Басовский Л. Е. Финансовый менеджмент : учебник. – М. : ИНФРА-М, 2006.

2. Бланк И. А. Финансовая стратегия предприятия. – Киев : Эльга , Ника-Центр, 2004.

3. Бланк И. Т. Финансовый менеджмент : учебный курс. – Киев : Ника-Центр, 2005.

4. Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент : учебник / И. Я. Лукасевич. – М. : Эксмо, 2008.

5. Финансовый менеджмент : практикум / под ред. Н. Ф. Самсоно-ва. – М. : ЮНИТИ, 2006.

6. Финансовый менеджмент : учебник для вузов. 2-е изд. – М. : ЮНИТИ-Дана , 2005.

7. Материалы с сайта: <http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/capital_in_invanal.shtml>

8. Материалы с сайта: <http://finast.ru/finance-101>