Семенова, Светлана Васильевна. Управление источниками финансирования коммерческих организаций в современных условиях : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Семенова Светлана Васильевна; [Место защиты: Сев.-Кавказ. гос. техн. ун-т].- Ставрополь, 2011.- 179 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/2297

**Содержание к диссертации**

Введение

**1 Теоретико-методологические основы финансирова- ния коммерческих организаций**

1.1 Сущностные характеристики источников финансирования предприятий

1.2 Способы финансирования коммерческих организаций 27

1.3 Стратегические аспекты привлечения финансовых ресурсов хозяйствующими субъектами 47

**2 Основные тенденции в управлении источниками фи- нансирования организаций региона**

2.1 Тенденции и особенности управления источниками финансирования организаций в посткризисных условиях 65

2.2 Оценка эффективности системы финансирования промышленных предприятий региона 75

2.3 Политика управления источниками финансирования коммерческих организаций 96

**3 Совершенствование стратегии финансирования коммерческих организаций**

3.1 Методика формирования оптимальной структуры капитала организаций 11

3.2 Стратегия управления внутренними и внешними источниками финансирования 123

3.3 Реализация стоимостного подхода к оценке эффективности финансирования организаций

3 ак лючение 153

Список использованных источников 156

Приложения 170

**Введение к работе**

з

**Актуальность темы исследования.**Формирование эффективного механизма управления финансовыми ресурсами коммерческих организаций выступает одним из стратегических ориентиров их развития в посткризисных условиях. Исследования институциональных особенностей национальных финансовых систем свидетельствуют, что важной задачей менеджмента современных предприятий является достижение оптимальной структуры источников финансирования. Специфика той или иной организации, ее отраслевая принадлежность, влияние экзогенных и эндогенных факторов субъективного и объективного характера накладывают свой отпечаток на выбор источников финансирования и политику формирования долгосрочных пассивов. Зачастую управление финансовыми ресурсами не приносит желаемых результатов: предприятия продолжают терять рыночные позиции, финансовую устойчивость, снижается эффективность финансово-хозяйственной деятельности.

Поиск наиболее приемлемого источника, оценка его стоимости, разработка стратегии финансирования, оптимизация структуры капитала становятся базовыми проблемами финансовых служб на микроуровне. При этом переход от учетной (бухгалтерской) модели управления корпоративными финансами к концепции стоимостной оценки источников финансирования рассматривается как перспективное направление развития методологии финансового менеджмента в условиях дефицита собственных ресурсов и неразвитости отечественного финансового рынка.

В связи с этим, совершенствование методов и инструментов управления источниками финансирования коммерческих организаций применительно к региональной специфике их функционирования является значимой научной проблемой.

**Степень разработанности проблемы.**На протяжении длительного времени вопросы управления финансовыми ресурсами хозяйствующих субъектов являются предметом научного исследования теоретиков и практиков финансового дела. Проблемы построения системы финансирования коммерческих организа-

ций, классификации методов и инструментов ее оценки изложены в работах зарубежных и отечественных ученых: СМ. Брега, Ю.Ф. Бригхема, Л. Гапенски, Дж.И. Финерти, Ф.Л. Ченга, П.Э. Этрилла, Н.А. Адамова, Л.Е. Басовского, А.Ю. Бурковой, А.С. Волкова, О.В. Врублевской, А.Г. Грязновой, Н.В. Колчиной, И.Я. Лукасевича, И.Ю. Мерзлова, И.В. Пещанской, М.В. Романовского, Е.Ф. Сысоевой и др.

Вопросы формирования и последующего управления финансовыми ресурсами, выбора стратегии финансирования отражены в публикациях В.А. Альгина, О.В. Богатырева, В.Р. Веснина, О.С. Виханского, Р.Г. Ибрагимова, И.В. Зенки-ной, Т.А. Козенковой, Д.А. Корнилова, В.В. Красицкого, СИ. Крылова, СИ. Лу-ценко, С.А. Мицека, М.В. Романовой, A.M. Руденко, Д.А. Шевчука, А.И. Шигае-ва, П.Н. Шуляка и др.

Систематизация, комплексное рассмотрение проблем управления капиталом организации, а также методов оптимизации его структуры приведены в трудах зарубежных авторов: 3. Боди, Р. Брейли, Р. Вестерфилда, Б. Джордана, С. Майерса, Р.К. Мертона, С. Росса, Дж.Р. Хикса, Дж. Ван Хорна, а также отечественных ученых: И.А. Бланка, К.М. Блохина, А.З. Бобылевой, В.В. Бочарова, А.А. Глушецко-го, А.Е. Дворецкой, Д.А. Ендовицкого, И.В. Ивашковской, A.M. Карминского, В.Е. Леонтьева, Е.В. Лисицыной, Т.П. Ломакиной, М.Л. Пятова, Н.Б. Рудыка, Е.Н. Станиславчик, Е.С Стояновой, Г.И. Хотинской и др.

Практическую значимость представляют исследования в области оценки и управления стоимостью коммерческих организаций, которые обобщены в работах Т. Коллера, Т. Коупленда, М. Миллера, Ф. Модильяни, Дж. Муррина, Е.В. Галкиной, М.Е. Иванова, П.А. Левчаева, З.К. Лихановой, СВ. Модерова, СВ. Рассказо-ва, А.Н. Рассказовой, А.И. Самылина, Т.В. Тепловой, И.И. Тетерина, Н.И. Усика, СВ. Черемушкина, О.Н. Щербаковой.

Следует отметить, что некоторые методологические аспекты финансирования коммерческих организаций носят в определенной степени дискуссионный характер и требуют более детального рассмотрения. Также необходимо уделять внимание вопросам оптимизации капитала коммерческих организаций, формирования стратегии финансирования, адекватной динамичной рыночной среде. Мало изученными остаются проблемы стоимостной оценки инструментов финансиро-

вания, методы и технологии отбора критериев принятия решений относительно доминирования того или иного источника финансирования в структуре капитала.

Каждой организации следует самостоятельно вырабатывать управленческие решения, исходя из принятой ею стратегии развития, учитывая влияние факторов рыночной среды. Вместе с тем, большинство ученых-экономистов и практиков при раскрытии содержания управления финансовыми ресурсами не учитывают региональных особенностей функционирования хозяйствующих субъектов, влияния конъюнктуры финансового рынка на структуру капитала. Все вышеназванное требует обоснования методических подходов к оценке источников финансирования организации и выработке направлений совершенствования финансового менеджмента на микроуровне.

Актуальность изложенных проблем, их недостаточная теоретическая и практическая разработанность в современных условиях предопределили выбор темы, постановку цели и задач диссертационного исследования.

**Соответствие темы диссертации требованиям Паспорта специальностей ВАК.**Исследования выполнялись в рамках специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.20 «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала» и п. 3.9 «Направления регулирования корпоративных финансов, оптимизация структуры финансовых ресурсов предприятий реального сектора экономики» Паспорта специальностей ВАК Министерства образования и науки РФ (экономические науки).

**Цель и задачи исследования.**Целью диссертационного исследования является теоретическое обоснование модернизированного подхода к формированию механизма управления источниками финансирования коммерческих организаций, основанного на стоимостной модели управления корпоративными финансами, а также разработка практических рекомендаций по оптимизации структуры собственного и заемного капитала в посткризисных условиях. Достижению цели способствует решение ряда задач:

- в теоретическом аспекте исследовать экономическую сущность категории «финансирование», определить состав источников финансирования капитала организации, выявить их преимущества и недостатки;

раскрыть содержание ценностно-ориентированного менеджмента и стоимостного управления финансовыми ресурсами предприятия;

провести анализ сложившейся практики финансирования коммерческих организаций с учетом региональных и отраслевых особенностей, осуществить сравнительную оценку инструментов формирования финансовых ресурсов;

дать оценку источникам финансирования предприятий региона и соответствия структуры их капитала критериям оптимальности;

обосновать значимость стратегического подхода к управлению источниками финансирования хозяйствующих субъектов и его взаимосвязь с рыночной стратегией управления в условиях динамичной среды;

предложить инструменты формирования динамичной рыночной структуры капитала на основе оценки средневзвешенной стоимости его компонентов;

построить модель оптимизации структуры источников финансирования, базирующуюся на рыночной оценке их стоимости и доходности;

- определить возможные варианты стратегии финансирования коммерче  
ских организаций региона с учетом мобильности внешних и внутренних источни  
ков.

**Предметом исследования**является совокупность экономических отношений, связанных с формированием источников финансирования и разработкой стратегии управления капиталом коммерческих организаций.

**Объектом исследования**выступает система финансовых ресурсов коммерческих предприятий Ставропольского края. Более углубленные исследования проводились на примере организаций химического комплекса.

**Теоретической и методологической основой**диссертационного исследования явились публикации зарубежных и отечественных ученых и практиков в области финансового менеджмента, посвященные проблемам финансирования коммерческих организаций, выбора стратегии и инструментария оценки ее эффективности.

В ходе изучения, анализа и обобщения материалов исследования были использованы различные методы: аналитический, сравнительный, абстрактно-логический, монографический, эвристический, экспертных оценок, экономико-математического моделирования и др.

**Информационной базой исследования**явились официальные материалы Федеральной службы государственной статистики РФ, Министерства экономического развития РФ, Министерства промышленности и торговли РФ, Министерства промышленности, энергетики и транспорта Ставропольского края, данные финансовой отчетности предприятий химического комплекса Ставропольского края, работы отечественных ученых, материалы периодической печати, ресурсы информационно-правовых систем «Гарант», «КонсультантПлюс», электронные ресурсы сети Интернет, а также авторские исследования.

**Рабочая гипотеза**диссертации включает в себя комплекс научных положений, в соответствии с которыми оптимизация структуры собственного и заемного капитала предприятий, исходя из стоимостной природы финансовых ресурсов, является ключевым элементом их финансовых стратегий и базируется на выявлении и учете особенностей функционирования регионального фондового рынка, достижении соответствия состава и стоимости источников финансирования критериям оптимальности (внутренней финансовой стабильности, рисков внешнего финансирования, инвестиционной и деловой активности).

**Научная новизна**результатов исследования состоит в обосновании теоретических положений и разработке практических рекомендаций по совершенствованию механизма формирования источников финансирования организаций с позиций концепции стоимостного управления корпоративными финансами и предложении комплекса мер, направленных на повышение его эффективности. Наиболее существенные результаты исследования заключаются в следующем:

- с позиции теории ценностно-ориентированного менеджмента обоснованы возможность и целесообразность применения показателей средневзвешенной стоимости капитала, денежной рентабельности инвестиций в качестве обобщающих критериев, оценивающих результаты реализации финансовой стратегии по выбору источников финансирования коммерческой организации;

- разработана методика формирования динамичной рыночной структуры капитала, в основу которой положена матрица соотношения между оценками компонентов капитала (средневзвешенных затрат и доходности источников), именуемого среднерыночным индексом стоимости источников финансирования,

практическая реализация которой направлена на выработку тактических мер в области финансирования коммерческих организаций;

- выявлены векторы вероятного изменения средневзвешенной стоимости  
капитала, рентабельности денежного потока и финансовых результатов, на основе  
чего построен «треугольник финансирования», позволяющий для каждой ком  
мерческой организации идентифицировать тип стратегии: стабильное финансиро  
вание с высокой мобильностью капитала, финансирование с низкой мобильно  
стью ресурсов, агрессивное внешнее финансирование, финансирование с нечетко  
выраженным типом;

предложен к расчету показатель накопленной чистой стоимости организации, способствующий определению эффективности применяемой стратегии финансирования, формированию на этой основе долгосрочных решений по использованию резерва роста стоимости в перспективе;

разработана модель оптимизации структуры капитала, цены его источников, показателя денежной доходности, предусматривающая в результате ее внедрения увеличение стоимости организации и выявление наиболее рисковых каналов изменения совокупного размера капитала и общей величины формируемых денежных потоков.

**Научная новизна подтверждается следующими полученными автором результатами, выносимыми на защиту:**

аргументировано, что важной особенностью финансовой модели корпоративного менеджмента, обусловленной сложностью и множественностью процессов финансирования, стал переход к стоимостной концепции управления источниками финансирования, предполагающей определение стоимости организации и создаваемых ею денежных потоков на основе рыночной оценки;

выявлены проблемы управления источниками финансирования в хозяйствующих субъектах региона, включающие низкий уровень организации аналитической работы, отсутствие стратегии финансового управления, недостаточность полной и достоверной информации, что позволило наметить пути их решения в направлении своевременного реагирования и адаптации к меняющимся условиям рыночной среды;

при выборе структуры финансовых ресурсов предложено вместо соотношения заемного и собственного капитала использовать текущую (расчетную) рыночную стоимость и процентную доходность источников финансирования, учитывающие влияние ставки рефинансирования, цены заемных источников и ставки налогообложения на величину средневзвешенной стоимости капитала;

с целью формирования комплексного представления об избранной стратегии финансирования организации в конкретном временном отрезке рекомендовано использовать подход к идентификации ее типа, основанный на балльной оценке показателей, оказывающих непосредственное влияние на выбор способа управления источниками финансирования, и построении «треугольника финансирования»;

обосновано, что связь между стоимостью источников и процессами финансирования предприятия наиболее ощутимо прослеживается через призму денежных потоков, эффективность управления которыми предложено оценивать с помощью показателя накопленной чистой стоимости организации;

разработана и апробирована многокритериальная модель предпочтительности источников финансовых ресурсов, объединяющая показатели внутренней стабильности, рисков внешнего финансирования, деловой и инвестиционной активности, способствующая управлению факторами стоимости организации и построению системы решений относительно выбора стратегии финансирования.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.**Теоретическая значимость работы заключается в том, что ее результаты и предложенный подход к формированию источников финансирования хозяйствующих субъектов, методика оценки стоимости организации в посткризисных условиях, классификация стратегий финансирования могут быть использованы в качестве методических средств поддержки и принятия стратегических решений на микроуровне.

Практическая значимость диссертации состоит в разработке рекомендаций по совершенствованию механизма финансового управления на предприятиях. Наибольшее практическое значение имеют: матрица зависимости структуры капитала от его средневзвешенной стоимости и денежной рентабельности инвести-

ций; методика расчета интегрального индекса стоимости источников финансирования, позволяющая идентифицировать финансовую стратегию коммерческой организации; алгоритм определения ее накопленной чистой стоимости.

Результаты исследования могут быть использованы как учебно-методический материал в преподавании дисциплин: «Финансы предприятий (организаций)», «Финансовый менеджмент», «Оценка стоимости предприятия».

Предложенные методические разработки используются в практической деятельности ОАО «Ставропласт».

**Апробация и реализация результатов исследования.**Основные положения и выводы диссертационного исследования изложены и получили одобрение на межвузовской научно-практической конференции «Актуальные проблемы общества, экономики и экологии и пути их решения» (Ставрополь, 2008 г.), межрегиональной научно-практической конференции «Современные формы и методы управления региональной экономикой» (Ставрополь, 2008 г.), II международной научно-практической конференции «Современные тенденции развития теории и практики управления в России и за рубежом» (Ставрополь, 2010 г.), VII всероссийской научно-практической конференции в сфере экономики, менеджмента и инноваций «Импульс - 2010» (Томск, 2010 г.), всероссийской научно-практической конференции «Актуальные вопросы современной экономической науки и практики» (Тверь, 2011 г.). Теоретико-методические положения диссертации обсуждались в рамках научных конференций по результатам научно-исследовательской работы профессорско-преподавательского состава, аспирантов и студентов СевКавГТИ в 2008 - 2011 гг.

**Публикации.**По теме исследования опубликовано 13 научных работ общим объемом 4,43 п.л. (авт. 4,11 п.л.), в том числе 4 - в изданиях, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ.

**Объем, структура и содержание работы.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка источников (158 наименований) и 4 приложений.

**Во введении**обоснована актуальность темы исследования, сформулированы его цель и основные задачи, научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы.

**В первой главе**«Теоретико-методологические основы финансирования коммерческих организаций» раскрыта сущность и содержание терминов «финансирование», «стратегия финансирования», проведена классификация источников финансирования коммерческих организаций, охарактеризованы особенности формирования собственного и заемного капитала предприятий, а также стратегические аспекты привлечения финансовых ресурсов хозяйствующими субъектами в посткризисных условиях.

**Во второй главе**«Основные тенденции в управлении источниками финансирования организаций региона» проанализирована специфика управления источниками финансирования организаций, дана оценка эффективности системы финансирования промышленных предприятий региона, проанализирована политика управления источниками финансирования коммерческих организаций.

**В третьей главе**«Совершенствование стратегии финансирования коммерческих организаций» предложена методика формирования оптимальной структуры капитала хозяйствующих субъектов, разработана стратегия управления внутренними и внешними источниками финансирования, осуществлена реализация стоимостного подхода к оценке эффективности финансирования коммерческих предприятий.

**В заключении**приведены выводы и предложения по результатам исследования, обоснована целесообразность их применения в практической деятельности коммерческих организаций.

## Способы финансирования коммерческих организаций

Многообразие форм; собственности: создает реальные предпосылки построения иг функционирования предприятий: различных организационно-правовых форм; как следствие — значительно расширяются способы их финансирования.

Для целей диссертационного исследования способ финансирования обозначим как вариант привлечения финансовых ресурсов из различных источников, сопровождаемый принятием управленческих и финансовых решений и оценкой возникших технических, налоговых и финансовых последствий, влияющих, в конечном счете, на эффективность функционирования предприятия.

Поскольку решения в достаточной степени реализуемы при условии обеспеченности соответствующими средствами, именно поэтому в выборе того или иного варианта финансирования ресурсный аспект играет определяющую роль, превращая управление финансами в важнейшую составляющую общей системы управления предприятием [60, 61]. Важное значение при определении потребности предприятия в финансовых ресурсах отведено периоду использования финансовых средств (долгосрочный и краткосрочный), их объему и способам привлечения (внутренние или внешние) [95].

Для полноценного функционирования предприятия, нормальной его финансово-хозяйственной деятельности требуется соответствующее финансовое обеспечение, т.е. величина первоначального капитала, образуемого из вкладов учредителей.

С точки зрения финансового управления, основной целью формирования капитала любого предприятия является привлечение в достаточном объеме финансовых ресурсов для последующего авансирования их в активы. В- связи с этим финансовые отношения возникают только тогда, когда- на денежной основе происходит формирование капитала предприятия, доходов, их распределение и использование на .различные цели [140].

В современных условиях капитал, выступая главным измерителем рыночной стоимости предприятия, в то же время является источником благосостояния его владельцев (учредителей, акционеров, инвесторов, кредиторов).

Традиционно в экономической теории под капиталом подразумевается стоимость средств, вложенных в формирование активов предприятия для осуществления им экономической деятельности с целью извлечения прибыли или достижения иного полезного эффекта. В практике можно встретить неоднозначные определения категории «капитал».

Так, например, по мнению Пятова М:Л., капитал представляет собойодну из самых сложно интерпретируемых категорий. Это порождает неоднозначность трактовки и разнообразие смежных терминов: «капитал предприятия», «собственный капитал», «капитал собственников», «заемный капитал», «привлеченный капитал», «акционерный капитал», «остаточный капитал» и пр. [97]. А. Смит разделял капитал на основной (приносящий прибыль без вовлечения его в обращение или смены владельца) и оборотный (приносящий доход только в процессе обращения) [118]. Романовским М.В. и др. подчеркивается, что именно капитал является основным источником формирования финансовых ресурсов предприятия, а приносимая капиталом прибыль характеризует эффективность его использования [150]. Объем используемого собственного капитала характеризует параметры привлечения заемного капитала, способного приносить дополнительную прибыль [25]. Палий В.Ф. определяет капитал как величину средств, вложенных в хозяйственную деятельность предприятия [88].

Заслуживает особого внимания трактовка капитала с точки зрения международных стандартов финансовой отчетности (МСФО).

С позиции финансового менеджмента актив баланса рассматривается как развернутая характеристика структурных компонентов всего капитала предприятия, а пассив - как наглядная демонстрация состава источников его формирования. По мнению Галкиной Е.В., присвоение третьему разделу баланса названия «Капитал и- резервы» фактически является формальным соблюдением тенденции сближения с МСФО, не имеющим реального методологического значения в силу того, что в действующих российских нормативных документах понятие капитал в достаточной степени не определено [34]. Раскрывая содержание элементов финансовой отчетности предприятий, принципы МСФО определяют капитал как чистьте активы, а именно как «остаточную долю участия в активах предприятия после вычета всех ее обязательств». Именно поэтому раздел баланса, раскрывающий «собственные источники средств» предприятия, по-английски именуется «equity», что в одном из вариантов перевода означает «доля», а по смыслу - «доля собственников» в капитале предприятия [34].

Как справедливо отмечает Напольнов А.В., самое точное определение основано на бухгалтерском подходе: собственный или акционерный капитал (англ. ownership equity, net worth) предприятия равен ее совокупным активам (англ. assets) за вычетом совокупных обязательств (англ. liabilities) [82]. Как полагают Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж., стоимость собственного капитала предприятия равна ее операционной стоимости плюс неоперационные активы (т.е. активы, не относящиеся к основной деятельности) минус стоимость долга и любых неоперационных активов [57].

Изменение активов и обязательств может привести как к появлению доходов и расходов, так и к изменению капитала. Однако в отдельной операции или другом событии необходимо однозначно классифицировать элемент финансовой отчетности: либо как капитал (корректировки, обеспечивающие поддержание капитала, или резервы переоценки), либо как элемент финансовых результатов (доход или расход). Этот выбор определяет применяемая предприятием концепция капитала [34]. Принципиальная разница между двумя концепциями поддержания капитала состоит в отражении результатов изменений цен на активы и обязательства предприятия. Организация сохранила свой капитал, если в конце периода она имеет такой же капитал, как и в начале периода. Любая сумма сверх требуемой для поддержания капитала, существовавшего на начало периода, является прибылью [34, 118].

В отечественной практике под капиталом традиционно понимается фактор производства, то есть некий объем благ, использование которых способно принести предприятию доход. Однако, по мнению Дж. Р. Хикса, видеть в капитале лишь совокупность предметов натуральной формы упрощает понимание его природы. Природу капитала полней отражает увеличение его стоимости в денежной форме [127]. С таким мнением согласны, например, Ф. Ли Ченг и Дж. И. Финерти, которые считают, что оценка издержек привлечения капитала (или стоимости капитала) является важным этапом процесса принятия инвестиционных решений [132].

## Тенденции и особенности управления источниками финансирования организаций в посткризисных условиях

Современная рыночная среда показывает, что для принятия эффективных решений уже недостаточно иметь информацию о результатах деятельности организации в целом. С целью ориентации на стратегию долгосрочного развития возникает потребность в качественно иной информации, которая позволяет принимать системные стратегические решения по различным направлениям и сферам деятельности: рынкам, продуктам, клиентам, подразделениям предприятия и т.д. Стремление к достижению объемных критериев, таких как доход с оборота, величина активов, ассортимент продукции, размер производственных мощностей и т.п., сегодня сменяется мышлением, ориентированным на показатели финансовой эффективности по всем направлениям и видам деятельности [50]. При этом успешная реализация стратегии экономического роста предполагает адекватную систему его финансирования. Она представляет собой совокупность источников долгосрочных денежных ресурсов, механизмов, форм и методов их поступления в реальный сектор национальной экономики [38].

На фоне финансовой глобализации, с одной стороны, существующие высокие риски внутреннего и внешнего финансирования на макроуровне подталкивают многие коммерческие организации к объединению в акционерные структуры холдингового типа с целью сокращения трансакционных издержек, активного применения трансфертного ценообразования, а с другой — их ориентацию на максимизацию цены бизнеса при поддержании устойчивого снижения величины средневзвешенной стоимости капитала, широкое использование возможностей оптимизации финансовых ресурсов различной природы.

Усиливается влияние факторов внешней среды при одновременной потере контроля управляемости ресурсами на микроуровне. Данное обстоятельст 66 во демонстрирует повышенный интерес к различным моделям оценки стоимости организации и денежных потоков, создаваемых в результате финансово-хозяйственной деятельности.

Изменяющиеся нормьъ экономического поведения, усовершенствованные технологии, рост конкуренции и стоимости кредитных продуктов, «взры-воопасность» мировой финансовой системы видоизменяют не только финансовую стратегию современных коммерческих организаций, но и направления регулирования внутренних производственных процессов.

Вместе с тем, первостепенной задачей остается стремление повысить эффективность путем оптимизации и сокращения издержек производства, и на этой основе увеличить финансовые ресурсы предприятий [106].

Следует отметить, что фундаментальные факторы роста стоимости компании (основанные на рентабельности, экономической добавленной стоимости, объемах продаж, открытости информации и пр.) перестают оказывать существенное влияние на поведение участников экономических отношений [41].

На сегодняшний день в России активно распространяется финансовая (стоимостная) модель измерения и управления корпоративными финансами, которая приходит на смену учетной (бухгалтерской). Если в качестве методологической основы последней выступает концепция капитала, в соответствии с которой капиталом является все, что приносит доходы, то финансовая модель базируется на концепции капитала, в которой он приносит доход/прибыль в том случае, если существует прирост стоимости активов за период [118]. Доминантой в финансовой модели являются рыночные, а не балансовые оценки. Это, в свою очередь, обусловливает значимость условий и факторов внешней среды, а также сферу применения финансового менеджмента: не только и не столько контроль над текущими издержками, сколько финансовые стратегии и их реализация [129]. При этом сдерживающим фактором ее распространения является не столько ее спорность, сколько недостаточно развитый финансовый рынок и все еще сохраняющаяся на низовом уровне финансовое мышление менеджмента большинства российских компаний. Это, в свою очередь, количественно ограничивает большинство осуществляемых трансакций, снижает объективность и достоверность рыночных оценок, уменьшает сферу их применения и ставит под сомнение их адекватность нынешним реалиям [129].

Следует особо подчеркнуть, что популяризация стоимостного управления в России, как следствие распространения финансовой модели измерения и управления создаваемой корпоративной стоимостью, источниками финансирования, в частности, позволяет поднять его на более высокий уровень.

Важной особенностью, обусловленной сложностью и множественностью процессов финансирования, стал переход от стоимостной оценки финансовых ресурсов к оценке стоимости организации и создаваемых ею денежных потоков, что является логичным следствием системы управления финансовыми ресурсами, а по некоторым ее аспектам заменяет последнюю. В наиболее общем виде процесс транзитивного перехода от системного управления финансовыми ресурсами к управлению стоимостью и денежными потоками отображен на рисунке 2.1.

Управление результатами деятельности на основе оценки изменения стоимости предприятия является эффективным способом, поскольку учитывает влияние основных факторов на это изменение. Определение влияния каждого из них имеет научное и практическое значение, так как, с одной стороны, позволяет моделировать результаты деятельности, с другой стороны, требует подбора оптимальных значений факторов, влияющих на результаты деятельности и стоимость предприятия [108].

## Методика формирования оптимальной структуры капитала организаций

Как показали результаты анализа, в нынешних рыночных условиях хозяйствования формирование оптимальной структуры капитала коммерческих организаций сопровождается множеством противоречий. С одной стороны, в ситуации, очевидной неудовлетворительной структуры баланса и отрицательной эффективности предприятие продолжает наращивать в своей структуре заемные источники, с другой — успешно функционирующие на рынке организации, испытывающие потребность в заемных ресурсах, вынуждены ограничиваться собственным финансированием. Использование последнего в большинстве случае ограничено и во многом зависит от избранной-политики распределения чистой прибыли и амортизационной политики.

Достижение оптимальной структуры источников финансирования организации, в качестве критериев которой выступают оптимальный объем ресурсов, денежного оборота, максимизация прибыли, минимизация финансовых рисков и др., носит довольно общий характер [103]. Данное обстоятельство затрудняет построение эффективной стратегии управления источниками финансирования организации. Остается открытым вопрос выбора критериев оптимальной структуры капитала.

Как отмечает И.В. Ивашковская [46], формирование структуры капитала -далеко не однозначная проблема корпоративной политики. Сложности, возникающие при поиске оптимального решения, могут возникать на этапе первичного анализа «проблемного соотношения» между компонентами в структуре капитала, при условии выполнения такого анализа, преимущественно опирающуюся на информацию, содержащуюся, в финансовой отчетности коммерческой организации и не всегда учитывающей условия современного финансового моделирования. Также поиск оптимальной структуры капитала требует применения количественных оценок, нацеленных на выявление оптимума соотношения двух типов капиталов, для реализации которых необходимы модели; допущения и входные компоненты, удовлетворяющие условиям моделей.

При выборе наиболее рациональной структуры источников финансирования деятельности организации целесообразно обратить внимание на [70]:

- минимизацию его цены на каждой стадии кругооборота капитала;

- уменьшение возникающих издержек на единицу созданной стоимости при изменении скорости оборота активов, капитала как составляющего элемента активов.

Учитывая выше изложенные обстоятельства, полагаем, что используемые сегодня подходы к построению оптимальной структуры капитала промышленных организаций могут быть значительно усовершенствованы, прежде всего, за счет пересмотра базовых постулатов формирования оптимальной структуры, а именно соотношения между заемным и собственным капиталом, именуемого в практике коэффициентом финансового рычага. Ему присущ определенный элемент статичности, который, в свою очередь, фактически свидетельствует о наличии моментного результатам формировании структуры капитала организации, тогда как нынешняя рыночная среда является в определенной степени более динамичной по своей природе.

Полагаем, что вместо соотношения заемного и собственного капитала целесообразно использовать текущую (расчетную) рыночную стоимость компонентов капитала, в данном случае процентную доходность заемного и собственного капитала.

Не отступая от логики и практики применения коэффициента финансового рычага, введем следующее соотношение, которое предлагаем обозначить как среднерыночный индекс стоимости источников финансирования (Мгс): где ЕСС — стоимость заемного капитала, %; OCc - стоимость собственного капитала, %; При формировании Мгс мы исходили из следующих допущений и доказательств. Влияние ставки рефинансирования и процентной ставки по заемным источникам носит прямой характер на величину средневзвешенной стоимости: каждое снижение вызывает соответствующее уменьшение стоимости при прочих равных условиях. Влияние ставки налогообложения носит обратный характер на величину средневзвешенной стоимости: каждое процентное снижение ставки вызывает соответствующий рост средневзвешенной стоимости капитала. Учитывая, что размер ставки рефинансирования и налогообложения являются макроэкономическими- факторами, не зависящими от деятельности предприятия, то единственным регулируемым значением, способным существенным образом оптимизировать величину стоимости капитала, является процентная ставка, иными словами стоимость источника.

Принципиальное отличие Мгс от традиционного коэффициента финансового рычага заключается в том, что в качестве составных компонентов (числителя и знаменателя) используется среднерыночная стоимость источника (процентная ставка по кредитам, а при невозможности оценки — уровень дивидендных выплат или рентабельность и т.д.).

Значение Мгс показывает, во сколько раз рыночная (расчетная рыночная) стоимость заемного капитала превышает аналогичную стоимость собственного. Далее, учитывая, что сумма удельных весов каждого из источников в общей структуре составляет 1, получим следующее соотношение:

Подставляя текущее значение Мгс в формулу (3.3), можно рассчитать рекомендуемое значение доли собственного капитала.

Таким образом, сформированная структура капитала на основе применения Мгс в большей степени соответствует быстро меняющимся условиям современной рыночной среды.

Применимость формул 3.1 - 3.3 для формирования соответствующей структуры капитала в сложившихся рыночных условиях не ограничивается лишь поиском оптимальной комбинации компонентов капитала.

Потенциал, содержащийся в рассмотренных выше формулах, может быть значительно расширен и в последующем использован при конструировании комплексной модели принятия решений относительно выбора конкретного источника финансирования организации и целесообразности его дальнейшего роста или снижения.

## Стратегия управления внутренними и внешними источниками финансирования

Важным направлением оптимизации источников финансирования коммерческих организаций является формирование стратегий привлечения и последующего управления ресурсами.

Прежде чем приступить к разработке стратегии финансирования, целесообразно дать сравнительную оценку систем финансового управления; характерных для предприятий, входящих в состав группы, и функционирующих самостоятельно (таблица-3.4).

Как отмечалось выше, интегрируемые в состав группы предприятия обладают возможностью доступа к перераспределяемым, за- счет внутреннего заимствования финансовым ресурсам, минимизации налоговых и других рисков. Так, например, внесение вкладов в уставные капиталы дочерних организаций является наиболее простым и выгодным способом пополнения активов у част ников группы, т.к. ни денежные, ни имущественные вклады при формировании уставного капитала внутри холдинга налоговых последствий не вызывают [53]. Для ОАО «Иевинномысский Азот» характерна высокая степень централизации финансового управления, от которой, соответственно, зависит распределение функций и система взаимоотношений с другими участниками процесса обмена финансовыми ресурсами (группой, государством, физическими лицами и др.). Такая степень централизации финансового управления в группе требует организованного контроля всего комплекса взаимоотношений с участниками группы, простирающихся от разработки финансовой стратегии до жесткого лимитирования и обязательного согласования большинства финансовых операций (за исключением оплаты труда и уплаты налогов). При такой политике управления стратегия максимизации рыночной стоимости возглавляемой группу компании предполагает, что ее источником в большей степени служит способность постоянно генерировать чистые денежные потоки, в том числе от капитализированной прибыли, получаемой, в свою очередь, от инвестиционных проектов предприятий, входящих в группу.

В ОАО «Завод полиэтиленовых труб» и ОАО «Ставропласт» действие фактора «лидер группы» полностью нивелировано, но риски финансирования смещены в финансовое поле (банки, посредники) и рыночное поле (конкуренты и поставщики). Эти предприятия со свойственным только им децентрализованным финансовым управлением вынуждены самостоятельно заботиться о стратегии своего финансирования и последующего развития, а поэтому контроль, в том числе и над инвестиционными ресурсами, обычно концентрируется сегментарно: по наиболее доходным направлениям финансово-хозяйственной деятельности.

С точки зрения финансового менеджмента, финансовая стратегия включает стратегию привлечения финансовых ресурсов (кредитную стратегию), в рамках которой определяется потребность во внешних источниках финансирования; дивидендную политику, а также стратегию размещения финансовых ресурсов (инвестиционную стратегию) и оценку потребности в оборотном капитале организации [51].

Как было отмечено в первой главе диссертационного исследования, финансовая стратегия и стратегия финансирования — не тождественные понятия, а два взаимосвязанных друг с другом структурных элемента общей системы финансирования организации, но в то же время обладающих некоторыми важными различиями, которые в наиболее общем виде можно представить следующим образом (рисунок 3.1).

Под системой финансирования организации предлагаем понимать совокупность экономических (финансово-кредитных) отношений, связанных с формированием, распределением и использованием" финансовых ресурсов в организации, вне зависимости от финансовой природы каждого источника, для целей получения прибыли, повышения рыночной стоимости или увеличения генерируемых организацией чистых денежных потоков.

Стратегия финансирования является составной частью общей системы финансового управления в организации. Важно подчеркнуть, что каждому источнику финансирования свойственная своя стратегия финансирования, условия и особенности финансирования, место, роль и значимость на рынке, финан-соваяэффективность и др.

В то же время для формирования комплексного представления об избранном типе стратегии финансирования организации в конкретном временном отрезке, предлагаем использовать подход- к идентификации ее типа. Метод основан на балльной оценке показателей, оказывающих непосредственное влияние на стратегию управления источниками финансирования, и построении на основе полученных результатов «треугольника финансирования».