Садчиков Алексей Вячеславович. Оптимизация структуры источников финансирования хозяйственной деятельности предприятия : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Пенза, 2006 151 с. РГБ ОД, 61:07-8/1386

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ 12

1.1. Теоретические предпосылки и модели оптимизации струтуры источников финансирования 12

1.2. Особенности выбора источников финансировании в хозяйственной практике отечественных предприятий 35

ГЛАВА 2. МЕТОДЫ И КРИТЕРИИ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ 65

2.1. Оптимизация но критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала 66

2.2. Оптимизация по критерию минимизации финансовой риска предприятии 75

2.3. Динамический метод оптимизации структуры источников финансирования 84

ГЛАВА 3. КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ МЕТОДИКИ СОПОСТАВЛЕНИЯ ПРЕИМУЩЕСТВ И НЕДОСТАТКОВ РАЗЛИЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ 93

3.1. Оценка влияния уровня раскрытия информации на допустимость финансовых ресурсов для компании 93

3.2. Методика определения прирост стоимости при замещении кредита облигационным займом 101

3.3. Методика анализа преимуществ лизинга в сопоставлении с банковским кредитованием 110

3.4. Применение полученных результатов на примере ОАО "Пснзтяжпромарматура" 121

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 133

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК 137

ПРИЛОЖЕНИЕ 148

**Введение к работе**

Последние годы развития экономики России сделали досгупными для предприятий не только традиционно используемые ими креди гы банков, но и многочисленные альтернативные способы финансирования хозяйственной деятельности предприятия, С развитием фондовою рынка России вес большее количество предприятий начинаю! использовать выпуск долшвых ценных бумаг для привлечения финансовых ресурсов на приемлемых условиях. Высокими темпами растет число и объем публичных размещении акций крупных российских компаний на фондовом рынке, предприяшя нее активнее используют лизинг. Развиваются иные, ранее редко используемые, инструменты финансирования хозяйственной деятельности нреднрияіий (например, облигационные заимствования, факторній овые операции и сделки РЕПО).

В таком многообразии источников финансирования предприяіия начинают задумываться о разработке эффективной политики *в*области формирования пассивов. Становятся востребованными методики и инструментарий оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деятельности.

Начинает наблюдаться разрыв между разнообразием источников финансирования хозяйственной деятельное! и предприятий, которые становятся доступными в последнее время, и методической ба.мій, позволяющей эффективно выбирать из этою многообразия опіимальньте источники финансирования. Получая возможность исполыования новою инструмента фиттансирования хозяйственной деятельное ги, предприятие зачастую вынуждено самостоятельно дорабашвать меюдический апттараї, представленный в современной научно-практической лиіераіуре но финансам, для того, чтобы иметь возможность адекватно оценить перспективы использования такого источника.

Выбор темы диссертационного исследования обусловлен ростом потребности в действенной методолотии формирования оттгимальной

структуры источников финансирования хозяйс і венной лея тельное і и предприятий, необходимостью выявления особеїїіюсіей формирования структуры источников финансирования хозяйсі венной деяіельноеіи отечественных предприятий на современном 'лапе их развития,

В рамках диссертационного исследования были изучены труды отечественных специалистов, занимающихся проблемой формирования финансовых ресурсов предприятия, среди которых И.Л. Іілшік, ИЛ. Виленский, AT. Грязнова, ТЛІ Данилова, ИЛ. Егерев, В.В. Ковалев, 10.В. Козырь, В.Н. Лившиц, М.А. Лимитовский, Е,В. Лисицына, И.А. Ииконова, Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова, С.А. Смоляк, Е.С. Стоянова, Т.В. Теплова и др. Среди зарубежных ученых, занимавшихся данной нроблемаїикой, в первую очередь необходимо отметить труды следующих иселедоваїелей; Ф. Вдж, 1\ Брейли, С, Майерс> У, Меклинг, М. Миллер, Ф. Модильяни, А. Ранив, С. Росс, М, Шоулз, М. Харрис, У. Шарп и др.

Объектом исследования выступают финансовые отношения, возникающие в процессе формирования сірукіурьі ис і очинкой финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

Предметом являются теоретические, практические и методические особенности оптимизации структуры исючников финансирования хозяйственной деятельности предприяшя в российской экономике.

**Целью**диссертационного исследования являеіся систематизация и совершенствование теоретических подходов, меюдики и прикладных приемов оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

Поставленная цель подразумевает решение следующих задач;

1) исследование и обобщение теоретических основ оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деятельности предприятия на основе трудов зарубежных и отечественных исследователей;

2) анализ практических особенностей выбора общественными  
предприятиями источников финансирования в современных российских  
условиях;

3) исследование основных методов и количесівенных криіериев  
оптимизации структуры источников финансирования хоїяйсівсїшой  
деятельности, применимых в пракіической деяіельиосіи предприяіия;

*4)*разработка и совершенствование количественных меюдик и приемов  
оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной  
деятельности предприятия;

5) апробация разработанных и усовершенствованных меюдик и  
приемов оптимизации структуры источников фипансироваїшя хозяйственной  
деятельности на примере отдельного предприятия.

Научная новизна диссертационного исследования связана со следующими результатами, полученными автором,

1. Выявлен и обоснован алюри їм выбора российскими предприятиями источников финансирования своей деяіельиосіи в современных экономических условиях на основе предложенной ЛОІИЧЄСКОЙ взаимосвязи признаков отдельных источников финансирования хозяйственной деятельности предприятия (оіраничения-воїможноеш-издержки).
2. Разработан динамический меюд опшмишции сірукіурьі источников финансирования хозяйсгвенной деятельное і и предприяшя па основе постепенного увеличения уровня раскрытия информации акционерам и кредиторам (стейкхолдерам) предприятия.
3. Разработана методика определения прироста сюимоеш предприятия при замещении банковского кредита облигационным займом.
4. Разработана методика расчета эффекта о і замещения банковскою кредита лизинговым финансированием.
5. С использованием полученных в диссертации результатов обоснована эффективность выбора способов финансирования хозяйственной

деятельности на примере промышленного предприятия России: ОАО "Пензтяжнромарматура",

Практическая значимость диссертационной работы еішапа с тем, что разработанные и усовершенствованные в рамках работы методы и приемы оптимизации структуры источников финансирования хоіяйсшснной деятельности предприятия могут быть использованы и практической рабоїе финансовых служб предприятий с целью выбора наиболее эффективною сочетания источников финансирования, а іакже достижения иных целей, поставленных руководителем и собственниками предприяіия,

Апробация резулыатов диссертационной работы была проведена на примере крупного отечественного промышленного предприятия: ОАО " Пен зтяжпр ом арматура". Кроме этого, в рамках апробации результатов работы были опубликованы разработаштые автором методики сопоставления альтернативных источников финансирования в научных изданиях, доступных большинству финансовых специалистов российских предприятий (журнал "Финансовый менеджмент", 2006 гм №2; журнал "Финансы и кредит", 2006 г., №21; журнал "Экономист", 2006 т\, №7). Рсгулмаїм исследования внедрялись в дєягєльносеь инвестиционной компании ЗЛО "Инком-Союз" (г. Пенза) по оказанию консультационных услут в облаєш корпоративного финансирования и сопровождения выпуска корпоративных ценных бумаг для привлечения финансовых ресурсов, а также в деятельность компании ООО "Аквилон-Лизинг" {г. Пенза) в области обоснования эффективности использования лизинга для клиентов.

Теоретическими и методологическими основами диссертационной работы послужили идеи и концепции, разработанные западными исследователями и адаптированные к российским условиям отечественными исследователями проблем оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деятельное їй компаний. Лот ика теоретического и методологического фундамента рассматриваемых в рабоїе прикладных вопросов финансовой науки демонстрирует соперничсеїво

неоклассической и неоинституциональной экономической іеории в часіи объяснения присутствия оіраниченной рациональности предирияіий как субъектов экономики при от имитации сірукїурьі ИСТОЧНИКОВ финансирования их хозяйственной деятельности.

Формулирование и обоснование полученных в диссеріациопной рабо re результатов требовало работы с обширным количеством отечестенных и зарубежных источников информации, а также обобщения мноючисленных практических приемов, используемых финансовыми специалисими, занимающихся проблемами оптимизации етрукіурьі источников финансирования хозяйственной деяіельносіи, исследуемыми в диссертационной работе,

В рамках диссертационной работы получены следующие рсзу:іьіаіьі: определена взаимосвязь отдельных положений іеореіичсских рабо і и моделей, разработанных западными исследователями, и иракіически используемых на отечественных предприяіиях приемов и мешдов оптимизации структуры источников финансирования хозяйсівснной деятельности; в традиционно используемых меіодиках оіпнмиїации структуры источников финансирования хоїяйс і венной деяіельносіи предприятий определены недостаточно прорабоїанньїе момешы, исследование которых позволит максимально формализован, процесс оптимизации, исключив влияние субъекшвных факторов; выявлена возможность широкого применения техники оценки реальных опционов В совершенствовании практического инсгрумешария опіимиїшіии сірукіурьі источников финансирования хозяйственной деятельности предприятий.

Диссертационная работа состоит из введения, ірех глав, заключения и приложения.

В первой главе приводится анализ теоретических основ и практических особенностей оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деятельности российских предприятий.

Систематизация іеореіических работ, посвященных анализу оптимальной структуры источников финансирования хозяйственной деятельности компании, производится на основе хронолотическо-понятийного критерия. Приводятся предпосылки и выводы теоремы Модильяни-Миллера, рассматривающей оптимизацию струюуры исючшжои финаттсировапия (прежде всего, соотношение собственных и шемных источников) компании с точки зрения увеличения ее стоимости. Последующий анализ рассматривает теоретические рекомендации но оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деятельности предприятия в условиях ослабления отдельных допущений Модильяни-Миллера. Рассматриваются следующие модели отними їапии структуры источников финансирования;

модель стационарной взаимосвязи С. Майерса,

модели ассиметричной информации: на основе теории иерархии М. Мэйлафа и мотивационно-сигнальная модель Росса,

модели агешских издержек: модель Джспеена-Меклинта и модель на основе теории реальных опционов, модель Харриса-Ратшва, модель Даймонда,

модель конкурентной среды,

модели на основе іеории поведенческих финансов {модель шумовой торговли и модель информационных каскадов).

Изучению практических особенностей использования различных источников финансирования отечественными предприятиями посвящена вторая часть первой главы. Приводится обобщенная схема классификации источников финансирования хозяйственной деятельности, авали шруется доступность тех или иных источников финансирования для российских предприятий. Дается обзор степени распространенности различных долевых источников финансирования среди российских предприятий, а іакже приводится характеристика сравнительно мало распространенным способам финансирования российских предприятий - финансированию при помощи

сделок РЕПО, финансирование с использованием кредишых ноі и еврооблигаций. Далее приводится логическая схема (оіраничения-возможности-издержки), иллюс грирующая существование определенною алгоритма выбора отечес і венными предприятиями іех или иных исшчников финансирования- На основе эмпирических данных выявлякмея моіивьі, которыми руководствуются отечественные предприяшя при выборе юю или иного способа финансирования.

Во второй главе работы анализируются современные меюды, используемые российскими предприятиями для оці имитации структуры источников финансирования хозяйственной деятельное і и. Рассматривался метод оптимизации структуры источников финансирования па основе минимизации средневзвешенной стоимости кани і ала предприяшя (WACC). В рамках этого анализа рассматриваю і ся и аналишрукпея модели определения стоимости отдельных источников финансирования хозяйственной деятельности предприятий.

Далее анализируеіся меюд опіимизации сірукіурьі ис і очников финансирования хозяйственной деятельности предприятия на основе минимизации финансово! о риска. Раесмаїриваюіея нариашы ныбора источников финансирования в соответствии с гремя различными параметрами, характеризующими финансовый риск предприяшя.

Вторая глава работы завершается рассмофением динамическою метода оптимизации структуры источников финансирования хозяйсшенной деятельности: предприятия оптимизирую! сгрукіуру источников финансирования путем преодоления ограничений использования исшчников, что достигается за счет увеличения сіепени раскрытия предприятием информации. Строится иерархия доступности источников финансирования предприятия в зависимости от степени его информационной оікрьпосіи перед инвесторами.

В третьей главе работы предлагаются количесівенные методики, призванные формализовать процесс оптимизации структуры источников

*1)*

финансирования хозяйственной деятельности, используемых предприятием. В начале главы приводится оценка зависимосіи проценптых ставок по долговым обязательствам российских предприятий от уровня раскрытия информации потенциальным инвесторам, в рамках ко юрой выявляююя количественные параметры такой зависимости.

Методика, приведенная во второй части треіьей їлавьт, пошоляет оценить размер прироста стоимости предприятия при замещении банковского кредита на облигационный займ с сопоставимыми ставками заимствования. Методика построена на стоимостном анали se двух основных преимуществ облигаций по сравнению с банковским кредиюиатшем;

приобретение публичной кредитной истории предприятием,

сохранение независимости в выборе обслуживающею предприятие кредитного учреждения.

Для оценки выгоды 01 приобреіения публичной кредитив исюрии используются результаты статистическою анализа. Данный анализ выявляем взаимосвязь между стоимостью заимствования на облиіационном рынке и наличием у предприятия публичной кредитной исюрии. С помощью применения концепции экономической добавленной сюимости (KVA) удается получить стоимостную величину таких выгод.

Оценка выгод от сохранения независимости в выборе обслуживающет о предприятие кредитного учреждения производится с использованием методики реальных опционов (дисперсия доходности активов находи іся с применением метода моделирования Моніе-Карло).

В третьей части главы приводится методика, позволяющая сопоставлять лизинг и банковское кредитование. Оценивается іакое преимущество лизинга как возможность лиїишополучаїеля сохраняй? неизменной егрукіуру пассивов при учете объекта лизипта на балансе лизингодателя. Разрабатывается модель, позволяющая формализовать взаимосвязь структуры пассивов предприятия и процентной ставки по заемным ресурсам для данного предприятия. На основе полученных

результатов предлагается метод определения выгоды oi замены банковскою кредитования лизинговыми схемами.

Третья глава завершается апробацией полученных в диссерцщионном исследовании результатов на примере крупною примышленною предприятия: ОАО "Пеїшяжиромарматура". Пока шею, что при эквивалентности вариантов финансирования предприяіия, сравниваемых с использованием классическою меюдолоіическою аппараіа, применение разработанной автором методики поїволяст выявиіь выгоду о і использования одного способа финансирования по сравнению с друїим в размере более 100 млн. руб.

В заключении обобщаются выводы, полученные в резульїаіе диссертационного исследования.

|]

## Теоретические предпосылки и модели оптимизации струтуры источников финансирования

Вопросами оптимизации структуры исі очников финансирования хозяйственной деятельности фирм занимались мноіис исследоваїели. Классические труды в этой области корпораіивньїх финансов были написаны западными экономистами. Под такими грудами в рамках паеіоящеш исследования будем понимать научные рабо і ы, направленные на анализ мотивов оптимизации структуры исючников финансирования фирм, а шкжс выдвигающие модели поведения корпораций в процессе іакой ошимишпии. Изучение данных работ, по мнению автора, позволяеі создать іеорегичсекии фундамент, на основе которого сгановиїся возможным научный анали практических особенности оптимизации исючников финансирования хозяйственной деятельности отечественных предприяшй.

Первой фундаментальной, методолоіически ирорабоїаніюй работой в этой области корпоративных финансов принято счишіь і руд Франко Модильяни и Мертона Миллера, в котором они формулирую] свою знаменитую теорему.1

Формулируя суть проблемы, Модильяни и Миллер сделали несколько упрощений, до сих пор составляющих основу предмежого ноля научных работ, посвященных оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деятельности:

во-первых, в качестве объекта анализа была выбрана корпорация, ю есть акционерная организационная сірукіура бизнеса {наиболее полно соответствующая форме оікрьмою акціонерною общества в российском законодательстве);

во-вторых, все многообразие источников финансирования сводится к двум группам; долевому и долювому финансированию компаний, соотношение которых и должно быть оптимизировано;

в-третьих, критерием лффекїивносіи при принятии решения компанией о выборе долювых или долевых инсірумешов финансирования выступает максимизация рыночной стоимосіи компании

Кроме этого, Модильяни и Миллер сделали ряд допущений, коюрые позволили им сформулировать доказательства своей георемы. Среди этих допущений следующие:

1) на фондовом рынке присутствуй большое количество продавцов и покупателей;

2) участники фондового рынка моїут браіь и даваїь в долі неограниченные объемы денежных средств под безрисковую сіавку процента;

3) издержки банкротства корпораций огсуісгвуюі;

4) корпорации эмитируют только два типа ценных бумаг: безрисковые облигации и рискованные акции;

5) фондовый рынок является информационно эффекшвным, отсутствует информационная асимметрия;

## Оптимизация но критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала

Каждому из этих методов соотвсісівуеі определенный количественный критерий, на основе котрого производится оптимизация структуры источников финансирования хозяйственной деяіельпосіи предприятия (соответственно, финансовый риск либо средневзвешенная стоимость капитала предприятия). Можно утверждать, что оба метода предоставляют предприятию инструментарий для анализа положшельнмх и отрицательных финансовых результатов, получаемых при применении предприятием того либо иного источника финансирования хоіяйсівеїнюй деятельности. Применяя алгоритм выбора отечесівенньтми предирияіиями источников финансирования, присутствие коюрого в хозяйственной практике предприятий обнаружено автором в рамках первой главы настоящей работы, можно заметить, что оба упомянутых выше меюда оптимизации структуры источников финансирования хозяйс і венной деятельности предприятия имеют одну особенность. Они анализируюглишь два из трех элементов (издержки и преимущества), составляющих алюри їм

выбора отечественными предприятиями не г очников финансирования, не уделяя внимания третьему элементу (ограничениям источника). На наш взгляд, для устранения данною недостатка необходимо сформулировать альтернативный метод оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деятельности, который уделял бы внимание отраничеииям, присущим каждому из источников финансирования. В качесіве криіерия оптимизации в рамках данного метода вьтсіупает сіенень раскрьиия информации о предприятии инвесторам.

В свете вышеизложенной ситуации, можно утверждать, то процесс оптимизации структуры источников финансирования хоїяйсівепной деятельности предприятия, а значит и ею меюдический аипараї, должен подразумевать не только сравнение и выбор источников финансирования хозяйственной деятельности среди доступных предприяшю на текущем этапе его развития, но и постоянное расширение круїа доступных источников.

Для исследования перспектив совершено і вования методическою аппарата оптимизации структуры ис «очников финансирования хозяйственной деятельности предприяжя необходимо детально проанализировать каждый из вышеупомянутых методов оптимизации структуры источников финансирования.

## Оценка влияния уровня раскрытия информации на допустимость финансовых ресурсов для компании

Во второй главе настоящей работы рассматривался меіод оптимизации структуры источников финансирования хозяйственной деяіельносіи предприятия путем совершенствования раскрытия информации перед потенциальными инвесторами. Для полноценною использования іакоіо метода оптимизации необходимо раснолаїаіь количественным инструментарием, позволяющим определять взаимозависимость уровня раскрытия информации и параметров финансовой среды предприяіия.

Для того, чтобы определить, насколько уровень прозрачности и раскрытия информации компанией влияет на досіупноеіь ей финансовых ресурсов, было проведено следующее исследование. Основой для анализа стали данные рейтинга корпоративного управления, регулярно сосіавлясмою агентством Standards & Poor s, и данные о доходности торгуемых на рынке облигаций компаний, для которых рассчитан данный рейтинг но состоянию на январь 2006 г. В рамках анализа проверялась іипоіеза; влияеі ли степень прозрачности компании на величину іребуемою инвесторами дохода по долговым обязательствам данной компании (доходноеіь к поіашению -YTM, - yield to maturity, определяемая для облигаций). Среди попавших в рейтинг российских компаний, размещенные на бирже облиіации имени компании, перечисленные в табл.