



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение  
высшего образования  
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ  
Кафедра экономики и финансов

РЕКОМЕНДОВАНО К ЗАЩИТЕ  
В ГЭК

И.о. заведующего кафедрой  
канд.экон.наук

 К.А. Баннова  
 2019 г.

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**  
магистра

**ФОРМИРОВАНИЕ КАПИТАЛА КОММЕРЧЕСКОЙ ОРГАНИЗАЦИИ**

38.04.01 Экономика

Магистерская программа «Финансовая экономика (финансомика)»

Выполнила работу  
Студентка 3 курса  
заочной формы обучения



Остякова  
Анастасия  
Алексеевна

Научный руководитель  
Д-р. экон. наук,  
доцент



Мирошниченко  
Ольга  
Сергеевна

Рецензент  
Руководитель отдела по оплате  
поставщикам, внутригрупповым  
операциям, авансовым отчетам  
сотрудников



Запорожец  
Елена  
Анатольевна

Тюмень  
2019 год

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. КАПИТАЛ КОММЕРЧЕСКОЙ ОРГАНИЗАЦИИ И ЕГО СТРУКТУРА: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ .....	8
1.1. Сущность капитала организации и источники его формирования .....	8
1.2. Факторы, определяющие структуру капитала предприятия .....	20
1.3. Методы оптимизации структуры капитала предприятия.....	30
ГЛАВА 2. АНАЛИЗ И ОЦЕНКА СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПАО «ТРАНСНЕФТЬ».....	40
2.1. Организационно-экономическая характеристика предприятия .....	40
2.2. Анализ динамики и структуры капитала организации.....	44
2.3. Оценка средневзвешенной стоимости капитала и ее влияние на рентабельность деятельности организации.....	53
ГЛАВА 3. РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ФОРМИРОВАНИЮ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ.....	61
3.1. Прогнозирование средневзвешенной стоимости капитала при разной структуре капитала организации.....	61
3.2. Проблемы и мероприятия по формированию структуры капитала предприятия .....	66
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	72
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....	76
ПРИЛОЖЕНИЕ.....	81

## ВВЕДЕНИЕ

С позиций финансового менеджмента капитал предприятия характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.

Капитал предприятия является основным фактором производства. В экономической теории выделяют три основных фактора производства, обеспечивающих хозяйственную деятельность производственных предприятий — капитал; землю и другие природные ресурсы; трудовые ресурсы. В системе этих факторов производства капиталу принадлежит приоритетная роль, так как он объединяет все факторы в единый производственный комплекс. Капитал характеризует финансовые ресурсы предприятия, приносящие доход. В этом своем качестве капитал может выступать изолированно от производственного фактора — в форме ссудного капитала, обеспечивающего формирование доходов предприятия не в производственной (операционной), а в финансовой (инвестиционной) сфере его деятельности. В современных условиях перед российскими предприятиями остро стоит проблема привлечения ресурсов для финансирования процессов обновления основных средств, расширения производства и совершенствования национальной экономики в целом. Эта проблема особенно актуальна в нынешней ситуации, когда руководство страны поставило задачу увеличения темпов роста национальной экономики. Значительная часть отечественных компаний продолжает рассчитывать на собственные средства в тот момент, когда существует возможность эффективного привлечения инвестиционных ресурсов с целью увеличения темпов экономического роста предприятия. В настоящее время основными способами привлечения заемного капитала являются банковский кредит, эмиссионное финансирование, лизинг. В большинстве случаев в качестве заемных источников предприятия используют банковский кредит, что объясняется относительно большими финансовыми ресурсами российских банков, а также тем, что при получении банковского кредита нет

необходимости публичного раскрытия информации о предприятии. Здесь снимается часть проблем, обусловленных спецификой банковского кредитования, что связано с упрощенными требованиями к заявочным документам, с относительно короткими сроками рассмотрения заявок на выдачу кредита, с гибкостью условий заимствования и форм обеспечения займов, с упрощением доступности денежных средств и т.д.

Необходимость выявления причин, влияющих на развитие рынка заемного капитала, а также условий, способствующих эффективному привлечению заемного капитала российскими предприятиями для увеличения темпов роста, придает теме настоящей работы особую актуальность.

Управление капиталом представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с оптимальным его формированием из различных источников, а также обеспечением эффективного его использования в различных видах хозяйственной деятельности предприятия. Данное обстоятельство обусловило выбор темы исследования и ее актуальность.

Целью выпускной квалификационной работы является обобщение теоретических положений и разработка практических рекомендаций по формированию капитала ПАО «Транснефть».

Для достижения поставленной цели сформулированы следующие задачи:

- раскрыть теоретические и методические аспекты исследования капитала предприятия;
- рассмотреть подходы, методы и критерии оптимизации капитала;
- рассмотреть экономическую деятельность предприятия, на примере, ПАО «Транснефть»;
- провести анализ динамики и структуры капитала предприятия;
- рассчитать средневзвешенную стоимость капитала предприятия;
- оценить влияние средневзвешенной стоимости капитала на рентабельность предприятия;
- выявить основные проблемы при формировании капитала

предприятия;

- предложить перечень мероприятий по формированию структуры капитала ПАО «Транснефть»».

Объектом исследования является деятельность ПАО «Транснефть». Предметом исследования выступают отношения по поводу формирования капитала предприятия.

Теоретической и методологической основой данного исследования послужили труды ученых-экономистов, таких как: Галанов В.А., Головачев Д.Л., Романовский М.В., Хейфец Б.А., Вагнер А., Кейнс Д., Макконелл К.Л., Риккардо Д., Смит А., Фридмен М., и другие.

В процессе написания данной работы применялись такие общенаучные методы исследования, как анализ и синтез, логический подход к оценке экономических явления, комплексность и системность, сравнение изучаемых показателей.

Научная новизна исследования состоит в разработке направлений по формированию капитала организации в частности:

- выделены и сгруппированы подходы авторов к термину "капитал коммерческой организации ", что может быть использовано в учебном процессе высших учебных заведений при преподавании экономических дисциплин;

- на основании обобщения теоретических положений корпоративного финансового менеджмента, предложена схема по оптимизации структуры капитала коммерческой организации;

- на основании результатов анализа динамики структуры капитала и средневзвешенной стоимости капитала организации были выявлены недостатки формирования капитала предприятия.

Практическая значимость работы заключается в том, что в результате проведенного анализа предложены мероприятия по улучшению структуры капитала предприятия.

Выпускная квалификационная работа состоит из введения, трех глав, выводов, приложения, списка использованной литературы. В тексте 13 таблиц,

10 рисунков, 83 страницы.

## ГЛАВА 1. КАПИТАЛ КОММЕРЧЕСКОЙ ОРГАНИЗАЦИИ И ЕГО СТРУКТУРА: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

### 1.1. Сущность капитала организации и источники его формирования

Понятие «капитал» означает основную сумму средств, необходимых для начала и осуществления производства своей деятельности. Как главная экономическая база создания и развития предприятия, капитал в процессе своего функционирования обеспечивает интересы государства, собственников и персонала. [4]

В экономическом словаре дается следующее определение капитала, претендующие на известные обобщения: «Капитал – это сумма средств, принадлежащих лицу или группе лиц, выраженная в стоимости зданий, оборудования, земли (основной капитал), сырья, топлива, зарплаты работников (оборотный капитал)». В широком смысле слова, капитал – это совокупные ресурсы, используемые в бизнесе, среди которых важнейшей составляющей является человеческий капитал [1].

Исследованием капитала как одной из фундаментальных экономических категорий, имеющих сложную и многогранную природу, ученые занялись еще в XVII в. Усилиями У. Петти, А. Смита, Д. Рикардо, К. Маркса, и прочих «классиков» и «неоклассиков» Рассмотрим подходы некоторых отечественных и зарубежных исследователей к определению понятия «капитал», подробно в таблице 1.1.

Таблица 1.1

Сопоставление подходов к определению понятия капитал

Автор	Определение понятия
К. Маркс	Капитал – это не вещь, а определенное, общественное, принадлежащее определенной исторической формации общества производственное отношение, которое представлено в вещи и придает этой вещи специфический общественный характер [9, с. 380 – 381]

Автор	Определение понятия
А. Смит	Запасы подразделяются на две части. Та часть, от которой [... человек, владеющий запасами] ожидает получить доход, называется его капиталом [13, с. 404]
В. Ле-Кутре	Имущество называется капиталом по той причине, что от его наличия, его величины и состава зависит, в общем, мощь предприятия [8, с. 110]
Справочник по международному бухгалтерскому учету GAAP и IAS	Совокупность акционерного и собственного капитала в частных предприятиях [10, с. 80 – 81]
С.Ю. Вайнштейн	В наиболее общем, наиболее распространенном определении капитал представляет собой собственность, приносящую собственнику доход, понятие «капитал» органически связано с понятием «эффективность», под которой понимается отношение достигнутого качества объекта или системы к стандартному уровню качества [17, с. 317, 320]
И.А. Бланк	Капитал – это накопленный путем сбережений запас экономических благ в форме денежных средств и реальных капитальных товаров, вовлекаемых его собственниками в экономический процесс как инвестиционный ресурс и фактор производства с целью получения дохода, функционирование которых в экономической системе базируется на рыночных принципах и связано с факторами времени, риска и ликвидности [2, с. 21]
В.В. Ковалев	Капитал олицетворяет источники средств, то есть пассив баланса, долгосрочные источники средств [6, с. 223, 608]
Г.В. Савицкая	Капитал – это долгосрочные средства, которыми располагает субъект хозяйствования для осуществления своей деятельности с целью получения прибыли [12, с. 423]



Источник: Составлено автором на основе методического материала [9, 13, 8, 10, 17, 2, 6, 12]

Как видно, существует множество дополняющих друг друга определений исследуемой экономической категории, ориентированных на описание основных свойств и сущности капитала.

Ряд экономистов – представителей школы классической политической экономии (А. Смит, Д. Рикардо, К. Маркс и др.) соотносят капитал со стоимостью, приносящей прибавочную стоимость, опираясь при этом на концепцию создания прибавочного продукта, а также особенности производственных отношений людей в процессе общественного производства. Их мнение в этом отношении разделяют, например, С.Ю. Вайнштейн и И.А. Бланк.

С приведенными высказываниями, действительно, нельзя не согласиться, ведь капитал в совокупности с трудом является основным фактором производства и развития общества; кроме того, в силу своей экономической сущности данная субстанция может быть рассмотрена в качестве капитала лишь в том случае, когда она проявляет способность приносить собственнику доход и возмещать свою первоначальную стоимость. Однако указанный подход к пониманию сущности капитала не свободен от недостатков. Так, при изучении вопросов оборота и воспроизводства капитала практически без внимания остаются источники его формирования, их состав и структура капитала.

В результате продолжавшихся не одну сотню лет исследований капитала его сущностные характеристики описаны достаточно полно и содержательно. Однако слабо изученной остается проблема взаимосвязи капитала компании с источниками его формирования, а также структуры капитала, ее оптимальности и изменения во времени. Собственники и менеджеры компаний в большей мере ориентируются на изучение источников формирования пассивов, нежели всей совокупности источников деятельности компании и необходимости целенаправленного формирования структуры ее капитала. Между тем, при

рассмотрении капитала следует исходить из диалектического единства собственных, привлеченных и заемных источников средств компании, а также собственного и заемного капитала.

Трактуя капитал именно как долгосрочные пассивы, можно безоговорочно принять ни одну из вышеприведенных позиций и скорее согласимся с определением Т.В. Тепловой, которая рассматривает структуру капитала хозяйствующих субъектов как «соотношение только долгосрочных источников финансирования» [15, с. 209].

Капитал предприятия характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестируемых в формирование его активов [4].

Рассматривая экономическую сущность капитала предприятия, следует отметить следующие его характеристики:

1. Капитал предприятия является основным фактором производства. В экономической теории выделяют три основных фактора производства, обеспечивающих хозяйственную деятельность производственных предприятий — капитал; землю и другие природные ресурсы; трудовые ресурсы. В системе этих факторов производства капиталу принадлежит приоритетная роль, так как он объединяет все факторы в единый производственный комплекс;

2. Капитал характеризует финансовые ресурсы предприятия, приносящие доход. В этом своем качестве капитал может выступать изолированно от производственного фактора — в форме ссудного капитала, обеспечивающего формирование доходов предприятия не в производственной (операционной), а в финансовой (инвестиционной) сфере его деятельности;

3. Капитал является главным источником формирования благосостояния его собственников. Он обеспечивает необходимый уровень благосостояния как в текущем, так и в будущем периоде. Потребляемая в текущем периоде часть капитала выходит из его состава, будучи направленной на удовлетворение текущих потребностей его владельцев (т.е. переставая выполнять функции капитала). Накапливаемая часть призвана обеспечить удовлетворение

потребностей его собственников в будущем периоде, т.е. формирует уровень благосостояния;

4. Капитал предприятия является главным измерителем его рыночной стоимости. В этом качестве выступает прежде всего собственный капитал предприятия, определяющий объем его чистых активов. Вместе с тем, объем используемого предприятием собственного капитала характеризует одновременно и потенциал привлеченных им заемных финансовых средств, обеспечивающих получение дополнительной прибыли. В совокупности с другими факторами, это формирует базу оценки рыночной стоимости предприятия [13.с.127].

Динамика капитала предприятия является важнейшим барометром уровня эффективности его хозяйственной деятельности. Способность собственного капитала к самовозрастанию высокими темпами характеризует высокий уровень формирования и эффективное распределение прибыли предприятия, его способность поддерживать финансовое равновесие за счет внутренних источников. В то же время снижение объема собственного капитала является, как правило, следствием неэффективной, убыточной деятельности предприятия.

Высокая роль капитала в экономическом развитии предприятия и обеспечении удовлетворения интересов государства, собственников и персонала, определяет его как главный объект финансового управления предприятием.

В экономической теории выделяют отдельные виды капитала предприятия в соответствии с приведенной их систематизацией по основным классификационным признакам.

К первой группе относится капитал по принадлежности предприятия, который подразделяется на собственный капитал и заемный капитал коммерческого предприятия.

Собственный капитал – это общая стоимость средств предприятия, принадлежащих ему на правах собственности и используемых для

формирования определенной части активов. Состав собственного капитала предприятия представлен на рисунке 1.1. [5]

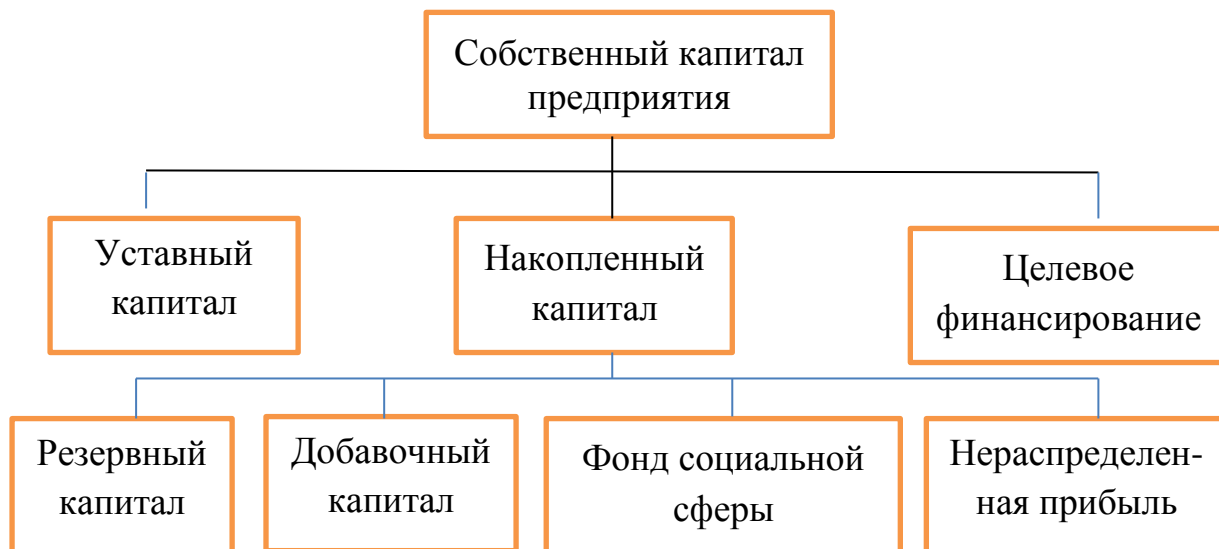


Рисунок 1.1 - Состав собственного капитала предприятия  
Источник: [5]

Заемный капитал – это кредиты банков и финансовых компаний, займы, кредиторская задолженность, лизинг, коммерческие бумаги и др. Он подразделяется на долгосрочный (более года) и краткосрочный (до года) как представлено на рисунок 1.2. [3]



Рисунок 1.2 - Состав заемного капитала предприятия  
Источник: [5]

Управление собственным капиталом связано не только с обеспечением эффективного использования уже накопленной его части, но и с формированием собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих будущее развитие предприятия. Собственные финансовые ресурсы компании классифицируются на внутренние и внешние [6].

В составе внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, она формирует большую часть его собственных финансовых ресурсов, обеспечивает прирост собственного капитала, а соответственно, и рост рыночной стоимости предприятия. Определенную роль в составе внутренних источников выполняют также амортизационные отчисления, особенно на предприятиях с высокой стоимостью собственных основных средств и нематериальных активов; однако сумму собственного капитала предприятия они не увеличивают, а лишь является средством его реинвестирования. Другие внутренние источники не играют заметной роли в формировании собственных финансовых ресурсов предприятия. В составе внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов главное место принадлежит привлечению предприятием дополнительного паевого (путем дополнительных взносов средств в уставный фонд) или акционерного капитала. Для отдельных предприятий одним из внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов может быть предоставлена им безвозвратная финансовая помощь

В составе внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит привлечению предприятием дополнительного паевого или акционерного капитала. Для отдельных предприятий одним из внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов может являться предоставляемая им безвозмездная финансовая помощь, которая предоставляется, как правило, лишь отдельным государственным предприятиям. К числу других внешних источников входят

бесплатно переданные предприятию материальные и нематериальные активы, включаемые в состав его баланса.

Отметим, что использование компанией собственного или заемного капитала всякий раз влечет за собой какие-то положительные или отрицательные последствия, представленные в таблице 1.2.

Таблица 1.2

**Положительные и отрицательные последствия использования  
компанией собственного и заемного капитала**

Использование собственного капитала	
Преимущества	Недостатки
<p>Простота привлечения, поскольку решения об увеличении собственного капитала принимаются непосредственно собственниками и менеджерами компании без участия других субъектов хозяйствования.</p> <p>Обеспечение финансовой устойчивости компании, ее платежеспособности в долгосрочном периоде, а также снижение риска банкротства; более высокая способность генерирования прибыли, поскольку в данном случае не нужно уплачивать ссудный процент</p>	<p>Ограниченность объема привлечения в силу недостатка собственных средств.</p> <p>Более высокая стоимость привлечения в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала.</p> <p>Исключается возможность роста рентабельности капитала за счет привлечения заемных источников финансирования</p>
Использование заемного капитала	
Преимущества	Недостатки
<p>Достаточно широкие объемы привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге компании, наличии залога или гарантии поручителя.</p> <p>Возможность увеличения финансового потенциала компании при необходимости существенного расширения ее активов и возрастания масштабов хозяйственной</p>	<p>Увеличивается риск снижения финансовой устойчивости компании и потери ее платежеспособности.</p> <p>Возможность банкротства по решению суда в случае неуплаты долга.</p> <p>Уменьшение, при прочих равных условиях, величины прибыли в силу необходимости выплачивать ссудный</p>

Использование заемного капитала	
Преимущества	Недостатки
<p>деятельности.</p> <p>Более низкая стоимость в сравнении со стоимостью собственного капитала, что обеспечивается «льготой по налогу» – изъятием расходов по обслуживанию данного источника средств из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль.</p> <p>Способность генерировать рост коэффициента рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага</p>	<p>процент.</p> <p>Сложность процедуры привлечения по сравнению с использованием собственных средств, поскольку перспектива получения кредитных средств зависит от решений других хозяйствующих субъектов (кредиторов).</p> <p>Значительная зависимость стоимости заемного капитала от конъюнктуры финансового рынка и ее колебаний</p>

Источник: Составлено автором на основе [13, 17, 23, 36]

Ко второй группе относится капитал по целям использования в составе предприятия, который может быть разделен на следующие виды:

- производительный;
- ссудный;
- спекулятивный.

Производительный капитал характеризует средства предприятия, инвестированные в его операционные активы для осуществления производственно-сбытовой его деятельности.

Ссудный капитал представляет собой ту его часть, которая используется в процессе инвестирования в денежные инструменты (краткосрочные и долгосрочные депозитные вклады в коммерческих банках), а также в долговые фондовые инструменты (облигации, депозитные сертификаты и т.п.).

Спекулятивный капитал характеризует ту его часть, которая используется в процессе осуществления спекулятивных (основанных на разнице в ценах)

финансовых операций (приобретение деривативов в спекулятивных целях и т.п.).

К третьей группе относится капитал по формам инвестирования. Его различают в денежной, материальной и нематериальной формах, используемый для формирования уставного фонда предприятия. Инвестирование капитала в этих формах разрешено законодательством при создании новых предприятий, увеличении объема их уставных фондов.

В четвертой группе капитал различают по объекту инвестирования, выделяют два основных вида:

- основной вид капитала предприятия;
- оборотный вид капитала предприятия.

Основной капитал характеризует ту часть используемого предприятием капитала, который инвестирован во все виды его внеоборотных активов (а не только в основные средства, как это часто трактуется в литературе).

Оборотный капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована во все виды его оборотных активов.

К пятой группе необходимо отнести капитал по форме нахождения в процессе кругооборота, т.е. в зависимости от стадий общего цикла этого кругооборота. Различают капитал предприятия в денежной, производственной и товарной его формах.

В шестой группе по формам собственности выявляют частный и государственный капитал, инвестированный в предприятие в процессе формирования его уставного фонда. Такое разделение капитала используется в процессе классификации предприятий по формам собственности.

В седьмой группе по организационно-правовым формам деятельности выявляют следующие виды капитала: акционерный капитал (капитал предприятий, созданных в форме акционерных обществ); паевой капитал (капитал партнерских предприятий — обществ с ограниченной ответственностью, коммандитных обществ и т.п.) и индивидуальный капитал (капитал индивидуальных предприятий — семейных и т.п.).



В восьмой группе капитал характеризуется по использованию в хозяйственном процессе и в практике финансового менеджмента, он делится на:

- работающий вид капитала;
- неработающий вид капитала.

Работающий капитал характеризует ту его часть, которая принимает непосредственное участие в формировании доходов и обеспечении операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Неработающий (или "мертвый ") капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована в активы, не принимающие непосредственного участия в осуществлении различных видов хозяйственной деятельности предприятия и формировании его доходов. Примером этого вида капитала являются средства предприятия, инвестированные в неиспользуемые помещения и оборудование; производственные запасы для продукции, снятой с производства; готовая продукция, на которую полностью отсутствует спрос покупателей в связи с утратой ею потребительских качеств и т.п.

В девятой группе необходимо отнести капитал по характеру использования собственниками выделяют:

- потребляемый ("проедаемый");
- накапливаемый (реинвестируемый).

Потребляемый капитал после его распределения на цели потребления теряет функции капитала. Он представляет собой дезинвестиции предприятия, осуществляемые в целях потребления (изъятие части капитала из внеоборотных и оборотных активов в целях выплаты дивидендов, процентов, удовлетворения социальных потребностей персонала и т.п.).

Накапливаемый капитал характеризует различные формы его прироста в процессе капитализации прибыли, дивидендных выплат и т.п.

К десятой группе относится капитал по источникам привлечения различают национальный (отечественный) и иностранный капитал, инвестированный в предприятие. Такое разделение капитала предприятий

используется в процессе соответствующей их классификации.

К заключительной группе относится капитал по соответствию правовым нормам функционирования. Его различают легальный и "теневой" капитал, используемый в процессе хозяйственной деятельности предприятия. Широко используемый на современном этапе экономического развития страны "теневой" капитал является своеобразной реакцией предпринимателей на установленные государством жесткие "правила игры" в экономике, в первую очередь, на неоправданно высокий уровень налогообложения предпринимательской деятельности. Рост объема использования "теневого" капитала в хозяйственной деятельности предприятий служит для государства своеобразным индикатором низкой эффективности принимаемых решений в области налогового регулирования использования капитала в предпринимательской деятельности с позиций соблюдения паритета интересов как государства, так и собственников капитала [9.с.83].

Несмотря на довольно значительный перечень рассмотренных классификационных признаков, он тем не менее не отражает всего многообразия видов капитала предприятия, используемых в научной терминологии и практике финансового менеджмента.

Таким образом, предприятие в процессе своей деятельности может использовать все доступные ему источники формирования финансовых ресурсов (собственные, привлеченные), обеспечивая при этом свою финансовую стабильность. При формировании значительной доли капитала за счет источников привлеченных финансовых ресурсов возникает опасность о возможности возвращения обязательств через дополнительные финансовые расходы за право на их использование. Однако формирование активов за счет привлеченных финансовых ресурсов является привлекательным, поскольку плата за их использование не имеет прямой связи с будущим чистой прибылью предприятия. Привлечение финансовых ресурсов всегда эффективно, если процент платы за них будет меньше, чем рентабельность активов предприятия. В то же время, если предприятие формирует свои активы за счет собственного

капитала, его финансовое состояние укрепляется, и, наоборот, при осуществлении хозяйственной деятельности за счет привлеченных финансовых ресурсов оно теряет финансовую автономность.

### 1.2. Факторы, определяющие структуру капитала предприятия

Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала показывает, что не существует единых рецептов эффективного соотношения собственного и заемного капитала не только для однотипных предприятий, но и для одного предприятия на разных стадиях его развития и при разной 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 и высокой доли необоротных активов имеют, в основном, более низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала. Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла, одолженный капитал может быть использован предприятием в большей степени;

- конъюнктура товарного рынка, чем стабильнее конъюнктура этого рынка, а соответственно, стабильный спрос на продукцию предприятия, тем более безопасным является 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; при таком положении вещей необходимо оперативно снижать коэффициент финансового левериджа

за счет снижения объема использования заемного капитала;

- конъюнктура финансового рынка, в зависимости от состояния этой конъюнктуры снижается стоимость заемного капитала. При существенном росте этой стоимости дифференциал финансового левериджа может достичь отрицательного значения. В свою очередь, при существенном снижении этой стоимости резко снижается эффективность использования долгосрочного заемного капитала. Также конъюнктура финансового рынка оказывает влияние на стоимость привлечения собственного капитала из внешних источников - при росте 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 время 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 владельцы предпочитают инвестированию полученной прибыли в собственное предприятие, которое обеспечивает высокий уровень отдачи капитала, 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, которые имеют низкий коэффициент операционного левериджа, могут намного увеличивать коэффициент финансового левериджа, т.е. использовать большую часть заемных средств в общей сумме капитала;

- отношение кредиторов к предприятию, как правило, кредиторы при оценке кредитного рейтинга предприятия руководствуются своими критериями, которые иногда не совпадают с критериями оценки собственной кредитоспособности предприятием;

- уровень налогообложения прибыли - в условиях низких ставок налога на прибыль или использования предприятием налоговых льгот по прибыли, разница в стоимости собственного и привлеченного из внешних источников капитала снижается. Это связано с тем, что эффект налогового корректора при использовании заемных средств уменьшается. В этих условиях более приемлемым является формирование капитала из внешних источников за счет эмиссии акций.

В это 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, несмотря на высокий уровень рисков, формирует агрессивный подход к финансированию развития предприятия, при котором одолженный капитал используется в максимально возможном размере;

- уровень концентрации собственного капитала, для того, чтобы сохранить финансовый контроль за управлением предприятием, владельцам предприятия не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников, даже несмотря на благоприятные для этого условия.

С учетом этих факторов управление структурой капитала на предприятии сводится к двум основным направлениям:

1. Установление оптимальных уровней для определенного предприятия использования собственного и привлеченного капитала;
2. Обеспечение 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 левириджа.

4. Оптимизация капитала по критерию минимизации его стоимости. Процесс этой оптимизации основывается на предварительной оценке стоимости собственного и привлеченного капитала при разных условиях его привлечения и осуществления 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 финансирования различных составных частей активов предприятия. С этой целью все активы предприятия делятся на три группы:

- а) внеоборотные активы;
- б) постоянная часть оборотных активов;
- в) переменная часть оборотных активов.

Существует три принципиальных подхода для финансирования различных групп активов предприятия, а именно:

- 1) консервативный подход;
- 2) компромиссный подход;
- 3) агрессивный подход.

В зависимости от своего отношения к финансовым рискам владельцы или менеджеры предприятия выбирают один из вышеперечисленных вариантов финансирования активов.

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

Оптимизация структуры капитала является одной из самых важных и сложных задач, которые решаются в процессе финансового управления

предприятием. Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается 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:

1. анализ капитала предприятия;
2. оценка основных факторов, которые определяют формирование структуры капитала;
3. оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности;
4. оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости;
5. оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков;
6. формирование показателей целевой структуры капитала.

Анализ капитала предприятия - основной целью этого анализа является выявление динамики объема и состава капитала в будущем периоде, их влияние на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала.

На первой стадии анализа рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов капитала относительно динамики объема производства и реализации продукции; определяется соотношение собственного и заемного капитала, его тенденции; в составе заемного капитала изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств; определяется размер срочных финансовых обязательств и выявляются причины просрочки.

На второй стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяется структура его капитала. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются в динамике

следующие коэффициенты:

- а) коэффициент автономии;
- б) коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования);
- в) коэффициент долгосрочной финансовой независимости;
- г) коэффициент соотношения долгосрочной и краткосрочной задолженности.

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

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

- а) период оборота капитала;
- б) коэффициент рентабельности собственного использованного капитала;
- в) коэффициент рентабельности собственного капитала;
- г) капиталотдача;
- д) капиталоемкость реализации продукции.

Оптимизация структуры капитала (capital structure optimization) - расчет такого соотношения собственного и заемного капитала, при котором максимизируется рыночная стоимость предприятия, обеспечиваются оптимальные пропорции между уровнем финансовой устойчивости и уровнем рентабельности собственного 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 аккумуляция 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 [10. с.178].

В период спада или кризиса разрабатываются планы дальнейшей деятельности компании. Как правило, в этот момент обсуждаются антикризисные меры или принимается решение о ликвидации. Если наметен план по выводу компании из кризиса, то на этой стадии ухудшаются показатели рентабельности, снижается финансовая устойчивость. В данной ситуации предприятие увеличивает объем заемных средств и отношение собственного капитала к заемному очень низко. 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 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 [8.с.69].

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.

Как показывает мировая практика, развитие только за счет собственных ресурсов 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.

Задачи оптимизации структуры капитала предусматривают

максимизацию цены бизнеса и цены предприятия при минимизации цены капитала. Реально достижение максимально возможных величин зависит от многих, зачастую неформализуемых и трудно учитываемых факторов. Как правило, ставится задача оценки возможных путей удовлетворительно снижения цены капитала, основанная на оптимизации структуры капитала, которая называется реструктуризацией капитала.

Основной целью формирования капитала является удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизация его структуры для эффективного использования.

Принципы формирования капитала:

1. учет перспектив развития хозяйственной деятельности предприятия;
2. обеспечение соответствия объема привлекаемого капитала и объема формируемых активов;
3. обеспечение оптимизированной структуры капитала с позиций эффективного его функционирования. Результаты деятельности предприятия сильно зависят от структуры используемого капитала.

Структура капитала – соотношение собственных и заемных финансовых средств, используемых в хозяйственной деятельности. Она влияет на коэффициент рентабельности активов и собственного капитала, определяет систему коэффициентов финансовой устойчивости и платежеспособности и формирует соотношение доходности и риска.

4. обеспечение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников;
5. обеспечение высокоэффективного использования капитала. Путем максимизации рентабельности собственного капитала при приемлемом уровне финансового риска [15.с.214].

Однако, несмотря на кажущуюся очевидность, проблема формирования оптимальной структуры капитала и даже сам факт ее существования является одной из самых сложных и противоречивых в финансовой теории.

В настоящее время существуют различные взгляды на роль и влияние

структуры капитала на стоимость предприятия: теория Модильяни-Миллера, традиционных подход и др.

1) Теория Модильяни-Миллера. Модильяни и Миллер в качестве отправной точки выяснения роли структуры капитала использовали идеальную экономическую среду, в которой рынки совершенны, отсутствуют налоги и другие издержки ведения бизнеса, все участники хозяйственной деятельности находятся в равных условиях, ведут себя рационально, обладают одной и той же информацией. Согласно теории Модильяни - Миллера в идеальной экономической среде структура капитала не влияет на стоимость предприятия, которая зависит только от рентабельности его деятельности и связанных с ней рисками. Следовательно, структуру капитала нельзя оптимизировать.

Главным недостатком теории является несоответствие большинства теоретических допущений реальной ситуации складывающейся на рынках.

При отмене ряда ограничений (отсутствие налогообложения), следует признать, что изменение доли заемного капитала влияет на цену капитала.

2) Традиционный подход предполагает наличие прямой зависимости стоимости капитала от его структуры и от возможности ее оптимизации в течение определенного периода развития предприятия. Критерием оптимизации является минимизация цены капитала, которая приводит при прочих равных условиях к увеличению рыночной стоимости предприятия. Цена капитала зависит от цены собственной и заемной его составляющей. При изменении структуры капитала цена этих источников меняется. Небольшое увеличение доли капитала в общей доли источника финансирования не оказывает существенного влияния на рост цены собственных источников с ростом доли заемных средств, цена собственного капитала начинает увеличиваться, а цена заемного капитала сначала остается неизменной, а потом также начинает возрастать.

Таким образом, существует оптимальная структура капитала, при которой средневзвешенная цена капитала имеет минимальное значение, а рыночная стоимость предприятия максимизируется.

### 1.3. Методы оптимизации структуры капитала предприятия

Вопрос оптимизации капитала организации является одним из важных вопросов, который решается при формировании капитала организации.

Оптимизация структуры капитала предприятия осуществляется различными методами.

1. Метод оптимизации структуры капитала по критерию политики финансирования активов. Этот метод основан на дифференцированном выборе 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;
- в) переменная часть оборотных активов.

2. Метод оптимизации структуры капитала по критерию его стоимости. Стоимость капитала дифференцируется в зависимости от источников его формирования. В процессе оптимизации структуры капитала по этому критерию исходят из возможностей минимизации средневзвешенной стоимости капитала.

3. Метод оптимизации структуры капитала по критерию эффекта финансового левериджа. Этот эффект заключается в повышении рентабельности собственного капитала при увеличении удельного веса заемного капитала в общей его сумме до определенных пределов.

Предельная доля заемного капитала, обеспечивающая максимальный уровень эффекта финансового левериджа, будет характеризовать оптимизацию структуры используемого капитала по этому критерию.

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе менеджмента её формирование при создании предприятия. Процесс оптимизации структуры капитала предприятия

осуществляется по следующим этапам, представленный на рисунке 1.3.



Рисунок 1.3 - Этапы оптимизации структуры капитала предприятия  
Источник: Составлено автором

На первом этапе проводится анализ величины и состава капитала за ряд периодов, а также анализ тенденций изменения структуры. Основной поставленной задачей этого анализа является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость, и эффективность использования капитала.

На втором этапе проводится оценка ключевых факторов, определяющих структуру капитала, такие как:

- отраслевые особенности хозяйственной деятельности;
- уровень прибыльности текущей деятельности;
- стадия жизненного цикла предприятия и другие.

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

$$КА = СК / А \quad (1)$$

где КА - коэффициент автономии;

СК - сумма собственного капитала;

А - сумма активов (или всего используемого капитала).

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

$$КФ = ЗК / СК \quad (2)$$

где КФ - коэффициент финансирования;

ЗК - сумма используемого заемного капитала;

СК - сумма собственного капитала.

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

$$ПО_k = K / P_o \quad (3)$$

где  $ПО_k$  - период оборота капитала, дней;

$K$  - средняя сумма капитала предприятия в рассматриваемом периоде (определяемая как средняя хронологическая);

$P_o$  - однодневный объем реализации товаров в рассматриваемом периоде.

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

$$УР_k = П \times 100 / K \quad (4)$$

где  $УР_k$  - уровень рентабельности всего используемого капитала, в %;

$П$  = сумма прибыли предприятия в рассматриваемом периоде;



К - средняя сумма капитала предприятия в рассматриваемом периоде.

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

$$\text{Урск} = \text{П} \times 100 / \text{СК} \quad (5)$$

где УРск - уровень рентабельности собственного капитала, в %;

П - сумма прибыли предприятия в рассматриваемом периоде:

СК - средняя сумма собственного капитала предприятия в рассматриваемом периоде.

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

$$\text{К}_0 = \text{Р} / \text{К} \quad (6)$$

где К<sub>0</sub> - капиталотдача;

Р - сумма реализации товаров в рассматриваемом периоде;

К - средняя сумма капитала в рассматриваемом периоде.

д) капиталоемкость реализации продукции 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:

$$\text{К}_e = \text{К} / \text{Р} \quad (7)$$

где  $K_e$  - капиталоемкость товарооборота;

$K$  - средняя сумма капитала в рассматриваемом периоде;

$P$  - сумма реализации товаров в рассматриваемом периоде.

На четвертом этапе проводятся расчеты средневзвешенной стоимости капитала, учитывая в себе все риски, связанные с финансированием деятельности предприятия, как из собственных источников финансирования, так и за счет заемных средств. Стоимость финансирования деятельности предприятия за счет собственного капитала отражает все риски, присущие инвестициям в виде акционерного капитала, в то время как стоимость финансирования за счет заемных средств выражается в процентной ставке, по которой предприятию предоставляют кредитные ресурсы. Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по формуле:

$$WACC = R_d \times W_d + R_e \times W_e \quad (8)$$

где  $WACC$  - средневзвешенная стоимость капитала;

$R_d$  - стоимость заемного капитала, измеряется в %;

$W_d$  - доля заемного капитала, измеряется в процентном выражении по балансу;

$R_e$  - стоимость собственного капитала фирмы, измеряется в процентном выражении;

$W_e$  - доля собственного капитала, измеряется в процентном выражении по бухгалтерскому балансу.

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, имеют обычно более невысокий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала. Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла. Чем ниже срок 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 цена этого капитала может быть выше среднерыночной (на предприятиях, находящихся на ранних стадиях своего жизненного цикла, уровень финансовых рисков более большой, что учитывается их кредиторами). В то же час 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 опасность убытки платежеспособности; в этих условиях надобно оперативно снижать коэффициент финансового левириджа за счет уменьшения объема использования заемного капитала [18.с.138].

Конъюнктура финансового рынка. В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается цена заемного капитала. При существенном возрастании этой стоимости дифференциал финансового левириджа может достичь отрицательного значения. 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 цена 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 тот самый потенциал часто остается невостребованным в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет вероятность удовлетворять дополнительную потребность в капитале за счет более высокого уровня капитализации полученной прибыли. В этом случае собственники предпочитают инвестировать полученную прибыль в свое предприятие, обеспечивающее большой уровень отдачи капитала, что при прочих равных условиях снижает удельный вес использования заемных средств;

- коэффициент операционного лeverиджа. Рост прибыли предприятия обеспечивается совместным проявлением эффекта операционного и финансового лeverиджа. Поэтому предприятия с растущим объемом реализации продукции, но имеющие в силу отраслевых особенностей ее производства невысокий коэффициент операционного лeverиджа, могут в немаловажно большей степени (при прочих равных условиях) увеличивать коэффициент финансового лeverиджа, 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 вероятность привлечения предприятием заемного капитала, снижает его финансовую гибкость, т.е. вероятность оперативно формировать капитал за счет внешних источников;

- уровень налогообложения прибыли. В условиях невысоких 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 результат 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 час 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 большой 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 менеджментом предприятием (контрольный пакет акций или контрольный объем паевого вклада), владельцам предприятия не хочется привлекать добавочный собственный капитал из внешних источников, более того, несмотря на благоприятные к этому предпосылки. Задача сохранения финансового контроля за менеджментом предприятием в

этом случае является критерием формирования дополнительного капитала за счет заемных средств. С учетом этих факторов менеджмент структуры 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.

Таким образом, каждый из подходов, обладает как некоторыми преимуществами, так и определенными недостатками. В этой связи следует констатировать, что в современной теории оценивания преобладают группировки методов оценки по формальным признакам, но недостаточное внимание уделяется методам оценки по временному признаку, который является важным критерием в определении изменений стоимости и цены объекта, находящегося в процессе перенесения своей стоимости на товар, т.е. функционирующего капитала. Для развития предприятия требуется, прежде всего, мобилизация и повышение эффективности использования собственного капитала, т.к. это обеспечивает рост его финансовой устойчивости и платежеспособности. Поэтому особое и пристальное внимание должно быть уделено оценке стоимости собственного капитала в разрезе его элементов и в целом. Поэлементная оценка стоимости собственного капитала способствует укреплению финансовой устойчивости корпорации на основе выбора наиболее недорогих источников его привлечения.

## ГЛАВА 2. АНАЛИЗ И ОЦЕНКА СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПАО «ТРАНСНЕФТЬ»

### 2.1. Организационно-экономическая характеристика организации

Публичное акционерное общество «Транснефть» (до 21.07.2016 - Открытое акционерное общество «Акционерная компания по транспорту нефти «Транснефть») учреждено Постановлением Правительства Российской Федерации от 14 августа 1993 года № 810 во исполнение Указа Президента Российской Федерации от 17 ноября 1992 года № 1403. Учредитель – Правительство РФ. ОАО «АК «Транснефть» зарегистрировано Московской регистрационной палатой 26 августа 1993 года.

Основные направления деятельности:

- оказание услуг в области транспортировки нефти и нефтепродуктов по системе магистральных трубопроводов в Российской Федерации и за ее пределами;
- проведение профилактических, диагностических и аварийно-восстановительных работ на магистральных трубопроводах;
- взаимодействие с трубопроводными предприятиями других государств по вопросам транспортировки нефти и нефтепродуктов в соответствии с межправительственными соглашениями;
- участие в решении задач научно-технического и инновационного развития в трубопроводном транспорте;
- привлечение инвестиций для развития производственной базы, расширения объектов организаций системы ПАО «Транснефть»;
- организация работы по обеспечению охраны окружающей среды в районах размещения объектов трубопроводного транспорта.

Основной целью деятельности ПАО «Транснефть» в соответствии с Уставом является получение прибыли. Основными видами деятельности ПАО «Транснефть» и его дочерних обществ являются:

- оказание услуг по транспортировке нефти и нефтепродуктов по магистральным нефтепроводам Российской Федерации, и за пределы России;

- привлечение и осуществление инвестиций в развитие системы магистрального нефтепроводного и нефтепродуктопроводного транспорта, в том числе сферы производства товаров, работ и услуг по обслуживанию системы магистральных нефтепроводов и нефтепродуктопроводов с целью поддержания их нормативного рабочего состояния, повышения эффективности и безопасности их работы;

- осуществление научно-технической, производственно-хозяйственной, финансовой и внешнеэкономической деятельности, в том числе посреднической, на территории Российской Федерации и за её пределами;

- проведение работ, связанных с использованием сведений, составляющих государственную тайну, оказанием услуг по защите государственной тайны;

- эксплуатация магистрального нефтепроводного и нефтепродуктопроводного транспорта, реализация и хранение нефти и нефтепродуктов;

- осуществление деятельности по организации ведомственной охраны объектов топливно-энергетического комплекса, принадлежащих на праве собственности Компании и хозяйственным обществам, более 50 процентов голосующих акций которых находится в собственности Компании и хозяйственным обществам, решения которых Компания имеет возможность определять, и продукции, поставляемой по государственному контракту. [26]

Кроме того, Группа оказывает услуги по хранению нефти, компаундированию нефти, реализации нефти.

ПАО «Транснефть» также обеспечивает планирование и управление транспортировкой нефти на территории зарубежных стран, контроль над размещением нефти и сдачей на зарубежных приемо-сдаточных пунктах, организует сбор и обобщение информации.

Основными конкурентными преимуществами ПАО «Транснефть» являются:



- монопольное положение на рынке трубопроводного транспорта нефти;
- низкие операционные затраты по отношению к общему объему транспортируемой нефти по сравнению с железнодорожным и водным транспортом. [26]

ПАО «Транснефть» играет стратегическую роль в функционировании и развитии российского топливноэнергетического комплекса, более 25 лет обеспечивая эффективную транспортировку нефти и нефтепродуктов как на внутреннем рынке, так и на экспортных направлениях.

Операционные результаты ПАО «Транснефти» за 2018 год продемонстрировали позитивную динамику. Объем транспортировки нефти увеличился на 0,5 %, до 479,8 млн т, в том числе на российские НПЗ — на 2,3 %, до 249,4 млн т.

В 2018 году ПАО «Транснефть» завершила реализацию нескольких крупных проектов, направленных на увеличение объема транспортировки, в частности на НПЗ «ТАНЕКО» в Республике Татарстан, в направлении порта Приморск (проект «Север») и в Московский регион. В результате новых вводов поставки нефти и нефтепродуктов возросли на 39,2 млн т, что на 18,4 % превысило показатель 2017 года.

Продолжилась работа по расширению до 80 млн т в год нефтепровода ВСТО на участке «Тайшет — Сковородино» и до 50 млн т — на участке «Сковородино — Козьмино». Завершение проектов намечено на 2019 год. Многие сделано для реализации программ технического перевооружения и реконструкции производственных объектов.

ПАО «Транснефть» занимает лидирующую позицию по транспортировке нефти и нефтегазовой продукции на российском рынке.

Знаковым событием отчетного года стала консолидация контрольного пакета акций ПАО «НМТП», в состав которого входят два крупнейших порта России: Новороссийский и Приморский. Компания получила возможность полностью — до загрузки на борт судна — контролировать поставки на этих

важных направлениях и решать вопросы повышения эффективности экспортных операций.

Финансовые результаты ПАО «Транснефти» по итогам 2018 года по МСФО значительно улучшились по сравнению с 2017 годом. Показатель EBITDA Группы вырос на 6,1 %, прибыль увеличилась на 17,5 % и достигла отметки 225,4 млрд руб.

Согласно Программе, повышение операционной эффективности Компании идет одновременно по двум направлениям:

- увеличение качества и количества услуг по транспорту нефти и нефтепродуктов;
- увеличение эффективности использования ресурсов.

По состоянию на 31.12.2018 уставный капитал Компании составлял 7 249 343 (семь миллионов двести сорок девять тысяч триста сорок три) руб. и был разделен на 7 249 343 акции, в том числе:

- 5 694 468 обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 руб. каждая;
- 1 554 875 привилегированных акций номинальной стоимостью 1 руб. каждая.

По итогам 2018 года добыча нефти в Российской Федерации составила 555,8 млн т. На экспорт было поставлено 257,5 млн т, на переработку — 291,4 млн т<sup>1</sup>. Доля системы ПАО «Транснефть» в транспортировке российской нефти составила 83,1 % от общего объема добычи.

По итогам 2018 года совокупно на всех НПЗ РФ произведено 131 млн. т. светлых нефтепродуктов, том числе 102 млн т на НПЗ, подключенных к системе магистральных нефтепродуктопроводов. Из них в систему МНПП сдано 39,1 млн. т. В связи с реализацией инвестиционных проектов «Юг» и «Север» доля компании на рынке транспортировки нефтепродуктов в 2018 году выросла на 4 % и достигла 30 %. При этом доля ПАО «Транснефть» при транспортировке светлых нефтепродуктов для потребителей внутреннего рынка составила менее 13 %.

ПАО «Транснефть» постоянно улучшает операционную эффективность. В Компании действует Программа повышения операционной эффективности и сокращения расходов, целевые показатели которой включены в систему КПЭ хозяйственной деятельности ПАО «Транснефть».

Таким образом, с учетом всех данных, можно сказать, что объемы добычи и перекачки нефти и нефтепродуктов в целом, имеют тенденцию повышения в 2018 году. Заявки, принятые в 2019 году, по транспортировке нефтепродуктов за рубеж уже реализуются текущем году.

## 2.2. Анализ динамики и структуры капитала организации

Рассмотрим пассив баланса, проведем анализ состава и структуры собственных и заемных источников финансирования организации.

Рассматривается анализ бухгалтерского баланса, рассчитанный по первой форме отчетности предприятия. Данный анализ проводится за пять отчетных лет (2014-2018 гг.). Анализ бухгалтерского баланса был осуществлен с использованием горизонтального и вертикального методов.

Результаты анализа состава, структуры и динамики средств ПАО «Транснефть» за период 2014-2018 года наглядно представлен в Приложение.

На протяжении исследуемого периода уставный капитал остается без значительных изменений. Динамика увеличения наблюдается у краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов, что может повлиять на платежеспособность организации. Нераспределенная прибыль имеет тенденцию роста до 2017 года, что свидетельствует о положительной финансовой динамике компании, однако в 2018 году наблюдается спад на 3 процентных пункта, это значит, что компания финансировала часть прибыли в собственный капитал. Наибольшую долю пассива организации занимают долгосрочные кредиты и займы, составляют 51,2 % в 2014 году, к концу исследуемого периода составила 53,58 % от общей доли пассива, данная динамика показателя является положительным для финансового состояния в целом, свидетельствует о платежеспособности компании.

Рассмотрим состав, динамику и темп прироста источника капитала компании, представленный в таблице 2.1.

Таблица 2.1

## Структура капитала ПАО «Транснефть» за 2014-2018 гг. на конец года

Источник капитала	2014	2015	2016	2017	2018	Темп прироста, в %			
						2015 / 2014	2016 / 2015	2017 / 2016	2018 / 2017
Собственный капитал	13,79	13,17	16,47	17,84	18,07	-4,50	25,06	8,32	1,29
Заемный капитал	86,21	86,83	83,53	82,16	81,93	0,72	-3,80	-1,64	-0,28

Источник: рассчитано автором

В общей доле источников финансирования преобладает доля заемных средств организации на протяжении всего исследуемого периода, как представлено на рисунке 2.1 ниже. Данное обстоятельство свидетельствует о высокой кредитоспособности ПАО «Транснефть».

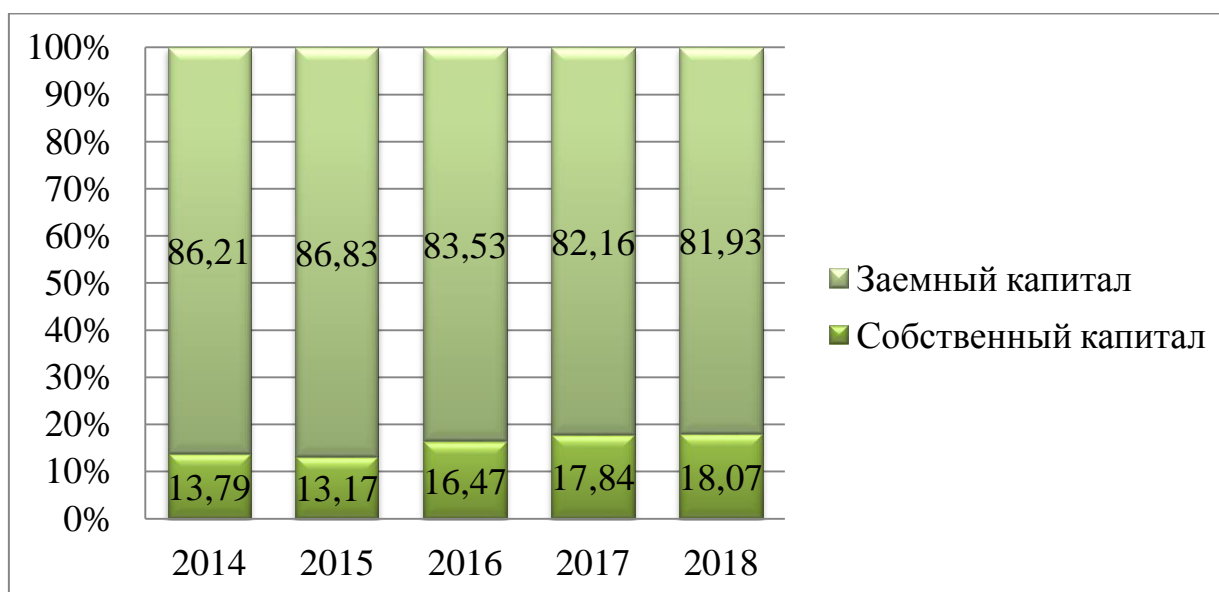


Рисунок 2.1 – Структура источников финансирования ПАО «Транснефть», %  
Источник: Составлено автором

По результатам темпа прироста источников финансирования, следует отметить, что доля собственного капитала растет за счет нераспределенной прибыли компании и к концу исследуемого периода составляет 18,07 %, т.е. средний прирост составил 4,28%. Соответственно доля заемного капитала

предприятия снижается, и к концу периода составила 81,93% от общей структуры капитала.

Однако среднее соотношение, за исследуемый период, заемного капитала к собственному ПАО «Транснефть» составляет 85 % к 15 %.

В процессе последующего анализа необходимо более детально изучить состав собственного и заемного капитала, выяснить причины изменения отдельных его слагаемых и дать оценку этих изменений за 2014 – 2018 годы. Проведем анализ динамики структуры собственного капитала ПАО «Транснефть» (см. таблицу 2.2).

Таблица 2.2

Состав и структура собственного капитала ПАО «Транснефть» 2014-2018 гг. на конец года

Источники капитала	2014		2015		2016		2017		2018	
	в тыс.р.уб.	в %	в тыс.р.уб.	в %	в тыс.руб.	в %	в тыс.руб.	в %	в тыс.руб.	в %
Уставный капитал	7 102	0,0	7 102	0,0	7 102	0,0	7 124	0,0	7 249	0,0
Резервный капитал	13 044	0,01	13 044	0,01	13 044	0,01	13 044	0,01	13 066	0,01
Добавочный капитал	53 816 466	34,6	53 814 245	32,5	53 882 664	29,4	59 830 665	31,5	94 846 874	52,6
Нераспределенная прибыль	101 716 795	65,4	111 574 721	67,5	129 440 280	70,6	130 118 046	68,5	85 304 419	47,4
Итого:	155 553 407	100	165 409 112	100	183 343 090	100	189 968 879	100	180 171 608	100

Источник: Рассчитано автором на основе отчета изменения капитала [26].

По итоговым данным таблицы 2.2 видно, что собственный капитал компании растет за счет добавочного капитала до 2017 года и составляет 189 968 879 тыс.руб., однако в 2018 году произошел небольшой спад, связанный с уменьшением нераспределенной прибыли. Также, на протяжении всего периода уставный и резервный капитал остается без изменений, это

значит, что у компании имеются резервы в случае их необходимости, например, расплата с кредиторами. Они занимают наименьшую долю всего собственного капитала компании. Основную долю капитала занимает нераспределенная прибыль организации, которая имеет тенденцию увеличения до 2017 года, однако в 2018 году уменьшается в 0,5 раз. Добавочный капитал стремительно растет с каждым последующим годом и к 2018 году увеличивается почти в 2 раза по отношению к 2014 году. Данная тенденция возможна переоценки стоимости имущества организации. Стремительный рост добавочного капитала формирует «подушку безопасности» на случай финансовой нестабильности предприятия или внешней экономической неблагоприятной конъюнктуры рынка.

Далее, проведем более детальный анализ заемного капитала ПАО «Транснефть» таблица 2.3.

Таблица 2.3

Состав и структура заемного капитала ПАО «Транснефть» 2014-2018 гг.  
на конец года

Наименование показателя	2014		2015		2016		2017		2018	
	в тыс. руб.	в %	в тыс. руб.	в %	в тыс. руб.	в %	в тыс. руб.	в %	в тыс. руб.	в %
<b>Долгосрочные обязательства</b>										
заемные средства	577 736 504	59	783 978 007	72	594 346 874	64	579 179 749	66	534 000 000	65
отложенные налоговые обязательства	50 697 704	5	61 134 142	6	30 239 225	3	11 621 596	1	1 448 117	0
оценочные обязательства	577	0	577	0	577	0	577	0	577	0
<b>Краткосрочные обязательства</b>										
заемные средства	196 256 557	20	90 475 171	8	132 389 852	14	121 082 022	14	85 412 485	10
кредиторская задолженность	146 249 574	15	152 232 995	14	170 443 544	18	160 093 104	18	191 635 642	23
доходы будущих периодов	138 415	0	83 390	0	43 863	0	5 408	0	2 804	0

## Продолжение таблицы 2.3

оценочны е обяза тельства	1 775 138	0	2 248 290	0	2 709 675	0	2 915 323	0	4 002 255	0
ИТОГО	972 854 469	10 0	1 090 152 572	10 0	930 173 610	10 0	874 897 779	10 0	816 501 880	100

Источник: Рассчитано автором на основе баланса предприятия [26]

Заемные средства можно разделить на две группы: долгосрочные и краткосрочные обязательства. Общая сумма заемного капитала к концу исследуемого периода уменьшилась на 16 % за счет уменьшения краткосрочных заемных средств компании. Оценочные обязательства (долгосрочные обязательства) остаются не изменены и составляют 577 тыс. руб., что занимает наименьшую долю заемного капитала. Долгосрочные и краткосрочные заемные средства имеют положительную динамику на уменьшение, что говорит о погашении кредитов банку.

Представим структуру заемного капитала ПАО «Транснефть» с 2014 по 2018 год на графике в процентном соотношении на рисунок 2.2.

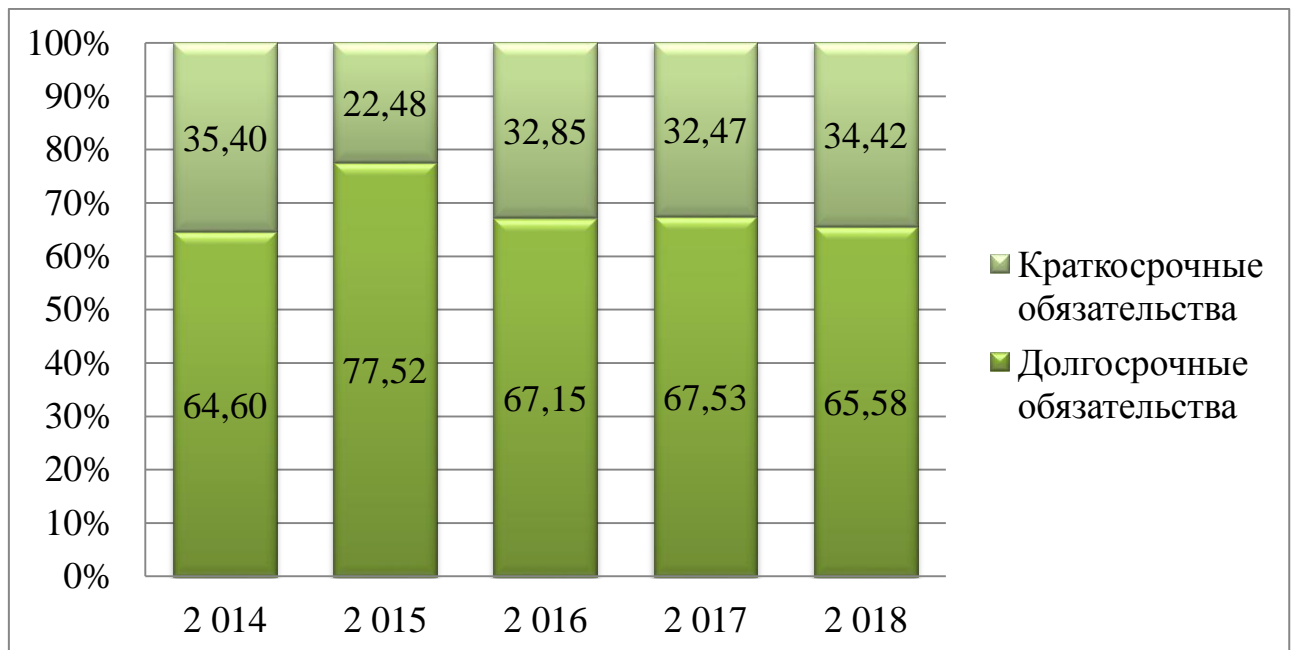


Рисунок 2.2 – Структура заемного капитала ПАО «Транснефть», %  
Источник: Составлено автором

Анализируя структуру заемного капитала, можно сказать, что большую часть занимают долгосрочные обязательства. В 2015 году доля долгосрочных

обязательств составила более 77 % от общей доли. С 2016 года по 2018 год наблюдается уменьшение заемного капитала предприятия и составил 65,58 % к концу 2018 года. Сокращение долгосрочных обязательств к концу исследуемого периода говорит о погашении кредитов перед банком.

Поскольку капитал ПАО «Транснефть» формируется за счет разных источников финансирования, необходимо оценить каждый из них и провести сравнительный анализ средневзвешенной стоимости капитала (WACC) ПАО «Транснефть» за 2014-2018 г.

Для расчета средневзвешенной стоимости капитала (WACC), необходимы промежуточные данные, такие как, чистая прибыль и др. данные, представленные в таблице 2.4.

Таблица 2.4

Основные показатели для расчета средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть» 2014-2018 г., на конец года, в тыс.руб.

Показатель	2014	2015	2016	2017	2018
чистая прибыль	11 783 833	12 801 410	30 606 531	58 843 625	10 110 912
собственный капитал	155 553 407	165 409 112	183 343 090	189 968 879	180 171 608
сумма начисленных процентов по кредитам	85 139 237	96 189 850	79 941 040	77 028 795	68 135 373
сумма кредитов	773 993 061	874 453 178	726 736 726	700 261 771	619 412 485
налог на прибыль	2 376 684	8 035 971	19 908 702	34 865 069	42 768 684
прибыль до налогообложения	8 035 971	15 746 728	36 908 834	74 934 568	84 325 901

Источник: Рассчитано автором на основе баланса предприятия [26]

Для расчета WACC (формула представлена в главе 1) необходимо рассчитать два главных показателя это стоимость собственного капитала и стоимость заемного капитала. Стоимость собственного капитала необходимо рассчитать по формуле ниже:



$$\text{ССК} = \text{ЧП} / \text{СК} \quad (9)$$

где ССК – стоимость собственного капитала;

ЧП – чистая прибыль;

СК – сумма собственного капитала.

Из данной формулы все данные известны, представлены в отчете о финансовых результатах ПАО «Транснефть». Произведем расчеты за исследуемый период:

$$2014: 11\,783\,833 / 972\,854\,469 = 0,075$$

$$2015: 12\,801\,410 / 1\,090\,152\,572 = 0,077$$

$$2016: 30\,606\,531 / 930\,173\,610 = 0,166$$

$$2017: 58\,843\,625 / 874\,897\,779 = 0,309$$

$$2018: 10\,110\,912 / 816\,501\,880 = 0,056$$

Далее необходимо найти стоимость заемного капитала по формуле:

$$\text{СЗК} = \text{СНП} / \text{Скиз} * (1 - \text{Кн}) \quad (10)$$

где СЗК – стоимость заемного капитала;

Скиз – сумма кредитов и займов;

СНП – сумма начисленных процентов по кредитом и займам;

Кн – уровень налогообложения.

Для расчёта суммы начисленных процентов по кредитам и займам необходимо найти произведение суммы кредитов и процентной ставки банка для юридических лиц. В расчетах принято 14 % годовых.

$$2014 \text{ г.: } 773\,993\,061 * 0,14 = 108\,359\,029 \text{ (тыс.руб.)}$$

$$2015 \text{ г.: } 874\,453\,178 * 0,14 = 122\,423\,445 \text{ (тыс.руб.)}$$

$$2016 \text{ г.: } 726\,736\,726 * 0,14 = 101\,743\,142 \text{ (тыс.руб.)}$$

$$2017 \text{ г.: } 700\,261\,771 * 0,14 = 98\,036\,648 \text{ (тыс.руб.)}$$

2018 г.:  $619\,412\,485 * 0,14 = 86\,717\,748$  (тыс.руб.)

Уровень налогообложения находится по формуле:

$$K_n = T(\text{Pr}) / \text{Pr до нал} \quad (11)$$

где  $K_n$  – налоговая нагрузка;

$T(\text{Pr})$  – налог на прибыль;

$\text{Pr до нал}$  – прибыль до налогообложения.

Произведем расчеты налоговой нагрузки за исследуемый период, т.к. все данные известны:

$$2014: 2\,376\,684 / 8\,035\,971 = 0,30$$

$$2015: 8\,035\,971 / 15\,746\,728 = 0,51$$

$$2016: 19\,908\,702 / 36\,908\,834 = 0,54$$

$$2017: 34\,865\,069 / 74\,934\,568 = 0,47$$

$$2018: 42\,768\,684 / 84\,325\,901 = 0,51$$

Получив все данные для расчета стоимости заемного капитала, произведем расчеты за исследуемый период:

$$2014: 85\,139\,237 / 773\,993\,061 * (1-0,30) = 0,20$$

$$2015: 96\,189\,850 / 874\,453\,178 * (1-0,51) = 0,29$$

$$2016: 79\,941\,040 / 726\,736\,726 * (1-0,54) = 0,30$$

$$2017: 77\,028\,795 / 700\,261\,771 * (1-0,47) = 0,26$$

$$2018: 68\,135\,373 / 619\,412\,485 * (1-0,51) = 0,28$$

Далее необходимо подставить все показатели в формулу средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и произвести расчеты:

$$2014: (0,20 * 86,21 + 0,075 * 13,79) * 100 = 18,18 \%$$

$$2015: (0,29 * 86,83 + 0,077 * 13,17) * 100 = 25,84 \%$$

$$2016: (0,30 * 83,53 + 0,166 * 16,47) = 28,14 \%$$

$$2017: (0,26 * 82,16 + 0,309 * 17,84) = 27,04 \%$$

$$2018: (0,28 * 81,93 + 0,056 * 18,07) = 24,29 \%$$

Полученные результаты подставим в таблицу 2.5, для анализа динамики средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть».

Таблица 2.5

Динамика средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть»  
2014-2018 гг., на конец года

Показатели	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Уровень налоговой нагрузки Кн	0,30	0,51	0,54	0,47	0,51
Цена заемного капитала ЦЗ	0,20	0,29	0,30	0,26	0,28
Цена собственного капитала ЦС	0,075	0,077	0,166	0,309	0,056
WACC	18,18%	25,84%	28,14%	27,04%	24,29%

Источник: Рассчитано автором на основе отчетности предприятия [26]

Представим средневзвешенную стоимость капитала ПАО «Транснефть» для наглядного анализа на рисунке 2.3 ниже.

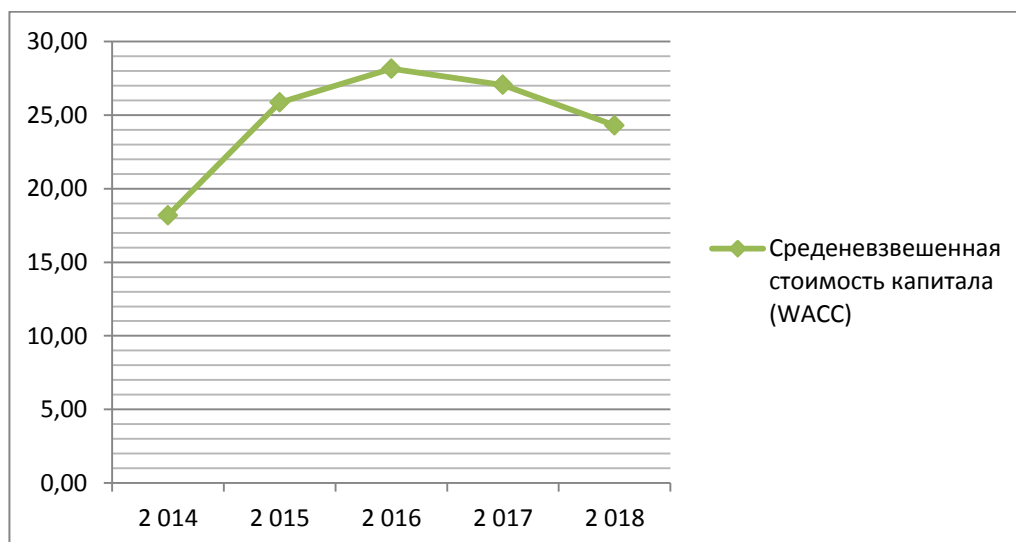


Рисунок 2.3 – Динамика средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть», %

Источник: рассчитано автором

Показатель «средневзвешенная стоимость капитала организации» интегрирует в себе информацию о конкретном составе элементов сформированного (формируемого) капитала, их индивидуальной стоимости и

значимости в общей сумме капитала. Он определяет относительный уровень расходов (в форме процентных платежей, дивидендов, вознаграждений и т.п.) за пользование вложенных в деятельность предприятия финансовыми ресурсами. Наибольшая средневзвешенная стоимость капитала составила в 2016 году, это взаимосвязано с наибольшей стоимостью собственного капитала компании. Вследствие, данного факта, можно сказать, что величина средневзвешенной стоимости капитала зависит не только от стоимости каждой составляющей капитала, но и от доли каждого источника в совокупности.

Несмотря на сильную зависимость компании от заемных средств и маленькую долю собственного капитала финансовое состояние компании удовлетворительное, выручка предприятия за исследуемый период растет так же, как и коммерческие расходы. Однако чистая прибыль предприятия не постоянна и имеет тенденцию на уменьшение, это говорит о неэффективном управлении капиталом компании и о не результативности деятельности компании. Также необходимо учитывать специфику деятельности компании и внешнеэкономические факторы, влияющие на нефтегазовый рынок. Несмотря на все обстоятельства, предприятие остается монополистом на рынке транспортировки нефтепродуктов и занимает высокую позицию конкурентной степени в данной отрасли.

### 2.3. Оценка показателей рентабельности деятельности организации

Для более полного анализа формирования капитала компании необходимо изучить прибыль и рентабельность ПАО «Транснефть», сравнить с средневзвешенной стоимостью капитала и сделать вывод о зависимости трех показателей.

Изучая понятие и задачи анализа рентабельности предприятия, можно сделать вывод, что рентабельность является качественным показателем эффективности работы производства, она демонстрирует уровень отдачи

осуществленных затрат и показывает степень использования вложенных средств в производство и в ходе реализации продукции.

Для повышения рентабельности предприятия проводят такие мероприятия как увеличение объемов производства и сбыта продукции, улучшение качества продукции, внедрение научных и технических разработок, совершенствование ценообразования и системы управления производственными процессами, рациональное использование ресурсов на основе системы расчетно-платежных отношений и взаимных расчетов. Чем выше рентабельность объединений, предприятий, тем выше уровень рентабельности в целом народного хозяйства.

Основными показателями рентабельности являются: рентабельность продукции предприятия, рентабельность собственного капитала, рентабельность продаж от прибыли, рентабельность продаж от чистой прибыли, рентабельность основных активов, рентабельность собственного капитала и общая рентабельность.

Рентабельность собственного капитала показывает эффективность использования части, которая принадлежит собственникам предприятия, рентабельность активов характеризует отдачу от использования всех активов организации, рентабельность продукции, отражает эффективность текущих затрат, сколько прибыли приходится на единицу реализованной продукции.

Для расчета показателей рентабельности необходимы следующие данные, представленные в таблице 2.6. Информация представлена из отчета о финансовых результатах организации за 2014-2018 гг.

Таблица 2.6

Исходные данные для расчета рентабельности ПАО «Транснефть» 2014-2018 гг., на конец года

Наименование	2014	2015	2016	2017	2018	темпы прироста, в %			
						2015/ 2014	2016/ 2015	2017/ 2016	2018/ 2017
Выручка	717	756	803	835	937				
от	346	936	083	937	768				
продажи	491	378	944	344	188	5,52	6,10	4,09	12,18

Продолжение таблицы 2.6

Себестоимость	611 430 906	677 326 464	703 413 058	719 983 843	803 279 359				
Активы	1 128 407 876	1 255 561 684	1 113 516 700	1 064 866 658	996 673 488	11,27	-11,31	-4,37	-6,40
Оборотные активы	215 568 991	312 941 908	252 573 536	246 580 947	220 768 791	45,17	-19,29	-2,37	-10,47
Собственный капитал	155 553 407	165 409 112	183 343 090	189 968 879	180 171 608	6,34	10,84	3,61	-5,16
Прибыль от продаж	12 241 072	25 856 835	48 998 204	61 566 515	57 318 213	111,2 3	89,50	25,65	-6,90
Прибыль до налогообложения	15 746 728	20 856 835	36 908 834	74 934 568	22 328 801	32,45	76,96	103,0 3	-70,20
Чистая прибыль	11 783 833	12 801 410	30 606 531	58 843 625	10 110 912	8,64	139,0 9	92,26	-82,82

Источник: Рассчитано автором на основе отчетности предприятия [26]

Анализируя исходные данные можно, сказать, что общая сумма выручки расчет из года в год, однако наблюдается и рост себестоимости продукции компании.

Собственный капитал имеет тенденцию роста до 2017 года, однако в 2018 году собственный капитал снизился на 6%. Также в 2018 году имеет спад ряд показателей, таких как, прибыль от продаж, прибыль до налогообложения, чистая прибыль.

Необходимо отметить, что чистая прибыль в 2018 году упала ниже суммы 2014 года, что обусловлено появлением нового объекта компании, т.е. увеличение затрат.

На основе исходных данных, были произведены расчеты десяти основных показателей рентабельности компании ПАО «Транснефть» за исследуемый период 2014-2018 гг. на конец года, расчеты представлены в таблице 2.7 ниже, в процентном отношении.

Показатели рентабельности ПАО «Транснефть» 2014-2018 г., на конец года в %

Наименование	2014 год	2015 год	2016	2017	2018
1. Рентабельность продаж по прибыли от продаж = Прибыль от продаж/Выручка*100	1,71%	3,42%	6,10%	7,36%	6,11%
2. Рентабельность продаж по ЧП = ЧП / Выручка * 100	1,64%	1,69%	3,81%	7,04%	1,08%
3. Рентабельность продукции по прибыли от продаж = Прибыль от продаж / С/с*100	2,00%	3,82%	6,97%	8,55%	7,14%
4. Рентабельность продукции по ЧП = ЧП/Себестоимость*100	1,93%	1,89%	4,35%	8,17%	1,26%
5. Рентабельность активов по прибыли до н/обл-я = Прибыль до н/обл-я/Активы * 100	1,40%	1,66%	3,31%	7,04%	2,24%
6. Рентабельность активов по ЧП = ЧП/А*100	1,04%	1,02%	2,75%	5,53%	1,01%
7. Рентабельность ОА по прибыли от продаж = Прибыль от продаж/ОА *100	5,68%	8,26%	19,40%	24,97%	25,96%
8. Рентабельность ОА по ЧП = ЧП/ОА*100	5,47%	4,09%	12,12%	23,86%	4,58%
9. Рентабельность СК по прибыли до н/обл-я=Прибыль до н/обл-я / СК*100	10,12%	12,61%	20,13%	39,45%	12,39%
10. Рентабельность СК по ЧП (финансовая рентабельность) = ЧП/СК*100	7,58%	7,74%	16,69%	30,98%	5,61%

Источник: Рассчитано автором на основе отчетности предприятия [26]

Следует отметить, что из перечисленных показателей рентабельности в практической деятельности применяются не все, а только основные из них. Показатели изучаются в динамике, по их изменениям судят об эффективности ведения хозяйственной деятельности предприятия. Рост любого показателя рентабельности зависит от единых экономических явлений и процессов.

Прежде всего, это совершенствование системы управления производством в условиях рыночной экономики, повышение эффективности использования ресурсов предприятия на основе стабилизации взаимных расчетов и системы расчетно-платежных отношений, индексация оборотных средств и четкое определение источников их формирования.

На основе полученных результатов, можно сказать следующее, большинство показателей рентабельности имеют тенденцию роста с 2014 года до 2017 года, а после небольшой спад в 2018 году. Данный спад в 2018 году связан с небольшим увеличением управленческих расходов компании.

Проанализировав все показатели рентабельности, можно сказать, что в 2017 году уровень показателей был максимально высокий за анализируемый период. Динамика рентабельности продаж показала, что при постоянных затратах на производство рост коэффициента это следствие роста цен.

Коэффициент рентабельности собственного капитала показывает эффективность использования собственного капитала. Положительная динамика влияет на уровень котировок акций на фондовых биржах компании.

Важным фактором роста рентабельности в современных условиях является работа предприятий по ресурсосбережению, что ведет к снижению себестоимости, а после к росту прибыли. Дело в том, что развитие производства за счет экономии ресурсов на данном этапе намного дешевле, чем разработка новых месторождений и вовлечение в производство новых ресурсов.

Снижение себестоимости должно стать главным условием роста прибыльности и рентабельности производства. Поэтому необходимо провести сравнительный анализ между чистой прибылью и рентабельностью собственного капитала по чистой прибыли. Представим данные показатели, на конец года на графиках (см. рисунок 2.4 и 2.5) ниже.



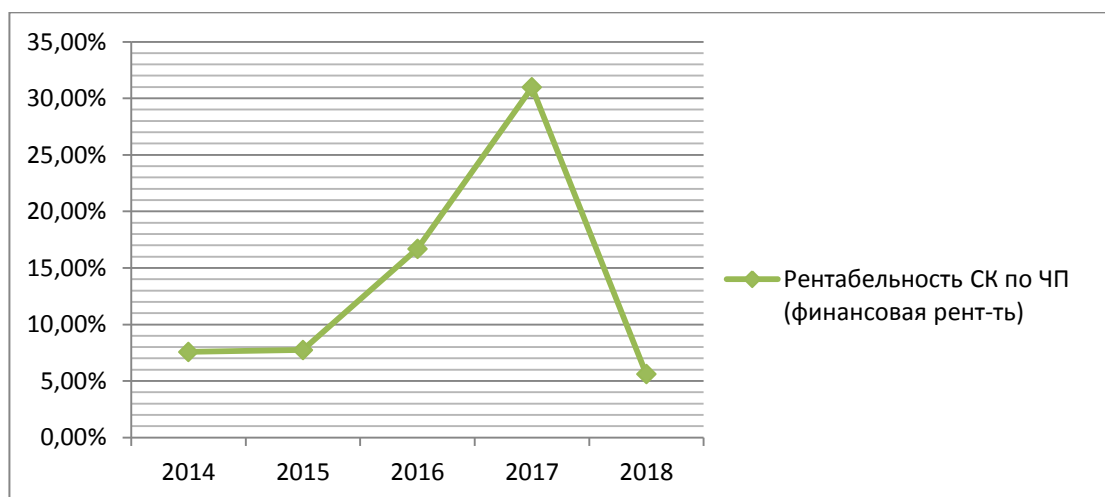


Рисунок 2.4 – Динамика рентабельности собственного капитала по чистой прибыли ПАО «Транснефть», %

Источник: рассчитано автором

На рисунке 2.4 видно, что рентабельность собственного капитала компании стремительно растет и в 2017 году была максимальной, данный фактор связан с ростом стоимости собственного капитала до 2017 года. Данный показатель показывает, сколько прибыли было получено на каждый рубль собственных средств компании. Данная динамика связана с нестабильным показателем чистой прибыли и показателем собственных и заемных средств компании.

Для наглядности ниже представлен график чистой прибыли ПАО «Транснефть» за 2014-2018 гг.

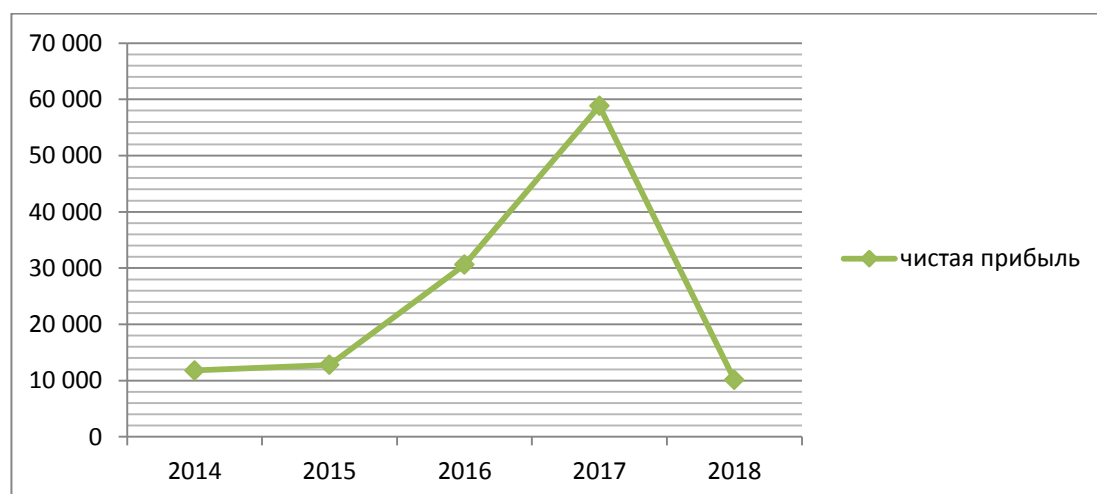


Рисунок 2.5 – Динамика чистой прибыли ПАО «Транснефть»

Источник: рассчитано автором

На рисунке 2.5 также видно, что до 2017 года чистая прибыль растет, а в 2018 году спад до уровня 2014 года. Рост прибыли связан с увеличением производства компании и показывает эффективную деятельность организации. Спад в 2018 году связан с увеличением коммерческих расходов. Однако выручка компании растет с каждым годом это значит, что компания увеличивает свою производственную мощность, но не за счет уменьшения себестоимости, а за счет увеличения продаж продукции компании.

Таким образом, на основе сделанных расчётов, следует, что кривая рентабельности и чистой прибыли ПАО «Транснефть» идентичные. Это значит, что между двумя показателями имеется прямая взаимосвязь. Показатели прибыли и рентабельности тесно связаны с финансовым состоянием организации.

Проведенный анализ показал достаточно высокую зависимость предприятия от заемного капитала, что говорит о специфичности деятельности компании. При разработке оптимальной структуры капитала необходимо исходить из того, что она имеет оптимальный уровень финансовой зависимости, и такая структура капитала находится в большой зависимости от степени делового риска, присущего данному промышленному сектору, т.е. необходимо учитывать деятельность конкретно взятой компании, т.к. даже внутри одной отрасли компания может иметь различную оптимальную структуру капитала.

Отраслевые особенности операционной деятельности предприятия являются одним из факторов, учет которых позволяет целенаправленно формировать структуру капитала. Кроме этого, необходимо учитывать стадию жизненного цикла предприятия. Задачей руководства предприятия является определение момента проведения комплекса мероприятий по укреплению финансово-экономической стабильности функционирования предприятия с учетом организационно-экономических особенностей этапа жизненного цикла и, возможно, начала преобразований, связанных с переходом в новое качественное состояние. Учет конъюнктуры финансового рынка позволяет

проследить изменение стоимости заемного капитала. Уровень рентабельности операционной деятельности формирует кредитный рейтинг предприятия. Уровень налогообложения прибыли обуславливает разницу в стоимости собственного и заемного капитала. Также необходимо учитывать финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия, уровень концентрации собственного капитала, отношение кредиторов к предприятию, конъюнктуру товарного рынка и т.д.

Итак, каждая корпорация стремится достичь оптимальности в соотношении между источниками финансирования, так как структура капитала влияет на его стоимость. Увеличение задолженности может повысить риск фирмы, насторожить инвесторов относительно способности фирмы расплатиться со своими кредиторами. Это, в свою очередь, может повысить стоимость капитала. При разработке политики в области структуры капитала управляющие корпорацией ставят перед собой определенную цель. Она состоит в увеличении части долга, если необходимые средства выгоднее приобрести в кредит. В другом случае корпорация предпочтет финансированию расширение своей деятельности путем выпуска новых акций.

Таким образом, одной из наиболее сложных задач финансового анализа является оптимизация структуры капитала с целью обеспечения наиболее эффективной пропорциональности между его стоимостью, доходностью и финансовой устойчивостью предприятия. Оптимизация структуры капитала производится по следующим критериям: минимизации средневзвешенной стоимости совокупного капитала; максимизации уровня рентабельности собственного капитала; минимизации уровня финансовых рисков.

### ГЛАВА 3. РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ФОРМИРОВАНИЮ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ

#### 3.1. Прогнозирование средневзвешенной стоимости капитала при разной структуре капитала организации

При формировании капитала компании необходимо понимать, каким должно быть соотношение собственного и заемного капитала компании.

Рассмотрим средневзвешенную стоимость капитала ПАО «Транснефть» при различной структуре капитала и получим результаты для 2018 года. Для этого необходимо взять базовые данные для анализа, это показатели 2018 года (см. таблица 3.1).

Таблица 3.1

Базовые показатели для расчета средневзвешенной стоимости капитала  
ПАО «Транснефть» в тыс. руб., за 2018 г.

Показатели	2018
чистая прибыль	10 110 912
собственный капитал	180 171 608
сумма начисленных процентов по кредитам	86 717 748
сумма кредитов	619 412 485
налог на прибыль	42 768 684
прибыль до налогообложения	84 325 901

Источник: Рассчитано автором [26]

На основе данных необходимо рассчитать сумму собственного и заемного капитала в разрезе по соотношениям собственного и заемного капитала. Необходимо взять шаг 10 для более удобного расчета. Произведем расчеты суммы собственного капитала и заемного капитала, полученные результаты представлены в таблице 3.2.

Соотношение собственного и заемного капитала ПАО «Транснефть» за  
2018 г., на конец года

Источник имущества	0 / 100	10 / 90	20 / 80	30 / 70	40 / 60	50 / 50	60 / 40	70 / 30	80 / 20	90 / 10	100 / 0
Собственный капитал	0	99 667 349	199 334 698	299 002 046	398 669 395	498 336 744	598 004 093	697 671 442	797 338 790	897 006 139	996 673 488
Заемный капитал	996 673 488	897 006 139	797 338 790	697 671 442	598 004 093	498 336 744	398 669 395	299 002 046	199 334 698	99 667 349	0

Источник: рассчитано автором [26]

Для расчета WACC необходимо рассчитать стоимость собственного и заемного капитала (формулы представлены в главе 1 и 2).

Для расчета собственного капитала все данные известны:

$$ССК (0/100) = 10\ 110\ 912 / 0 = 0$$

$$ССК (10/90) = 10\ 110\ 912 / 99\ 667\ 349 = 0,1014$$

$$ССК (20/80) = 10\ 110\ 912 / 199\ 334\ 698 = 0,0507$$

$$ССК (30/70) = 10\ 110\ 912 / 299\ 002\ 046 = 0,0338$$

$$ССК (40/60) = 10\ 110\ 912 / 398\ 669\ 395 = 0,0254$$

$$ССК (50/50) = 10\ 110\ 912 / 498\ 336\ 744 = 0,0203$$

$$ССК (60/40) = 10\ 110\ 912 / 598\ 004\ 093 = 0,0169$$

$$ССК (70/30) = 10\ 110\ 912 / 697\ 671\ 442 = 0,0145$$

$$ССК (80/20) = 10\ 110\ 912 / 797\ 338\ 790 = 0,0127$$

$$ССК (90/10) = 10\ 110\ 912 / 897\ 006\ 139 = 0,0113$$

$$ССК (100/0) = 10\ 110\ 912 / 996\ 673\ 488 = 0,0101$$

Далее проведем расчеты налоговой нагрузки:

$$К_n = 42\ 768\ 684 / 84\ 325\ 901 = 0,51$$

Теперь для расчета стоимости заемного капитала известны все данные, произведем расчеты:

$$ЗК (0/100) = 42\ 768\ 684 / 619\ 412\ 485 * (1-0,51) = 0,28$$

Полученные данные подставим в таблицу 3.3 и рассчитаем средневзвешенную стоимость капитала ПАО «Транснефть» в % (см. таблица 3.3).

Таблица 3.3

Средневзвешенная стоимость капитала ПАО «Транснефть» за 2018 г., на  
конец года

Показатели	0 / 100	10 / 90	20 / 80	30 / 70	40 / 60	50 / 50	60 / 40	70 / 30	80 / 20	90 / 10	100 / 0
ЦСК	0	0,1014	0,0507	0,0338	0,0254	0,0203	0,0169	0,0145	0,0127	0,0113	0,0101
ЦЗК	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0
Кн	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51
WACC	28,00 %	26,21 %	23,41 %	20,61 %	17,82 %	15,02 %	12,21 %	9,42 %	6,62 %	3,82 %	1,01 %

Источник: рассчитано автором [26]

Представим динамику WACC на графике ниже.

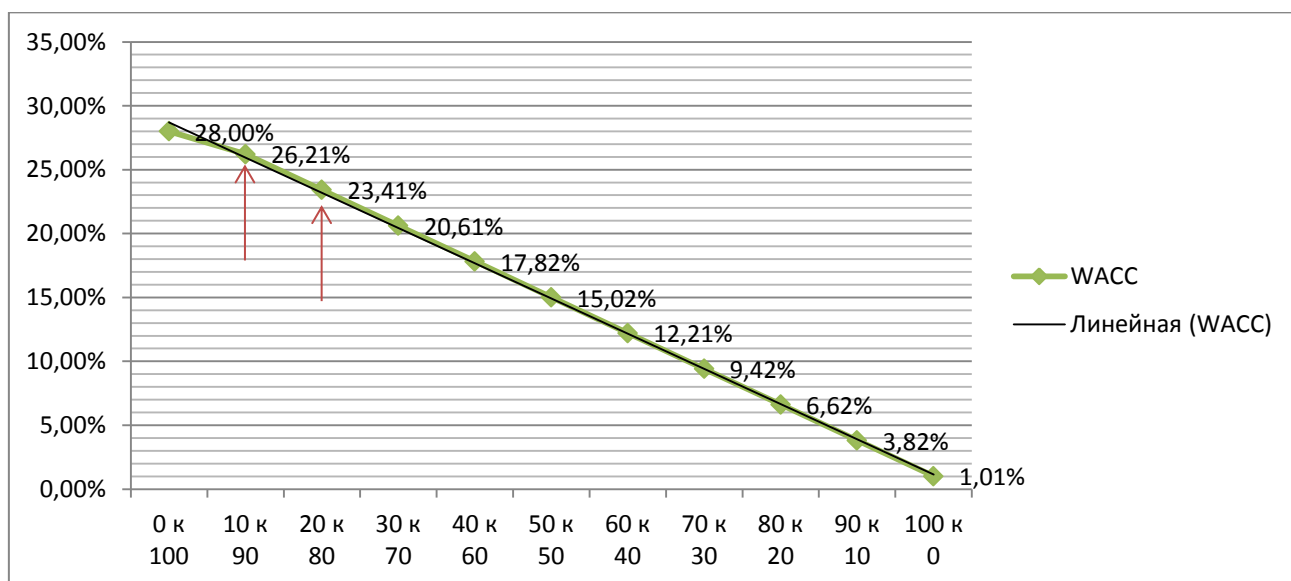


Рисунок 3.1 – Динамика средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть», %

Источник: рассчитано автором

В результате полученных данных, можно сделать следующий вывод: средневзвешенная стоимость капитала имеет тенденцию снижения это связано с тем, что растет доля и сумма собственного капитала компании. Оптимальное значение WACC находится в значениях при соотношении собственного и

заемного капитала между 10:90 и 20:80, т.к. средневзвешенная стоимость капитала не может превышать показатель рентабельности (в 2018 году составил 25,96 %). Если WACC < RRI (рентабельность), то предприятие является безубыточным. Средневзвешенная стоимость капитала необходима для анализа инвестиционной привлекательности компании. Данное значение приближенно реальным данным, рассчитанным на 2018 год. Поэтому главной задачей компании ПАО «Транснефть» должно быть увеличение собственного капитала до соотношения 20:80. На данный момент соотношение находится на уровне 15:85, увеличить нужно на 5 процентных пунктов.

Далее рассчитаем средневзвешенную стоимость на 2019 год и сравним с предыдущей динамикой 2014-2018гг. Базовые данные представлены в таблице 3.4. Для расчета суммы начисленных процентов по кредитам и займам необходимо найти произведение суммы кредитов и займов и процентной ставки банка для юридических лиц. В расчетах принято 11,5% годовых.

$$2019 \text{ г.: } 814\,118\,930 * 0,115 = 93\,623\,676$$

Таблица 3.4

Базовые показатели для расчета средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть» в тыс. руб., за 2019 г., на конец года

Показатели	2019
чистая прибыль	63 711 252
собственный капитал	166 277 030
сумма начисленных процентов по кредитам	93 623 676
сумма кредитов	814 118 930
налог на прибыль	11 925 792
прибыль до налогообложения	76 809 691

Источник: Рассчитано автором [26]

На основе таблицы 3.4 произведем средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть» на 2019 год.

Для расчета собственного капитала все данные известны:

$$\text{ССК (0/100)} = 63\,711\,252 / 166\,277\,030 = 0,38$$

Далее проведем расчеты налоговой нагрузки:

$$K_n = 11\,925\,792 / 76\,809\,691 = 0,16$$

Теперь для расчета стоимости заемного капитала известны все данные, произведем расчеты:

$$\text{ЗК (0/100)} = 11\,925\,792 / 814\,118\,930 * (1 - 0,16) = 0,1749$$

Для расчета WACC все данные известны, произведем расчеты:

$$\text{WACC (2019)} = 0,1696 * 0,38 + 0,8304 * 0,1749 = 0,2097$$

WACC (2019 год) равно 20,97 %.

Представим WACC на графике и сравним с исследуемым периодом, см. рисунок 3.2.

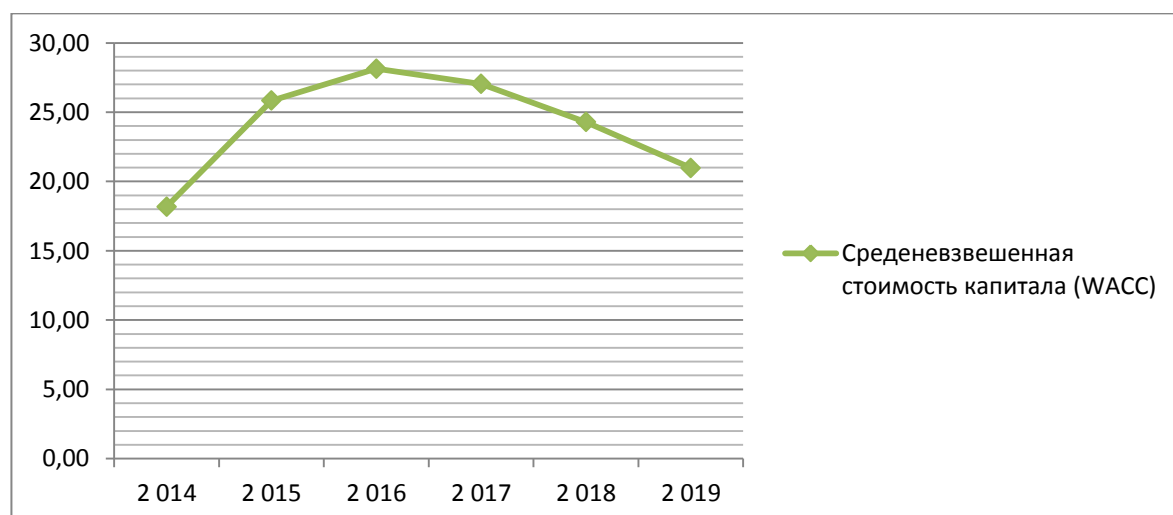


Рисунок 3.2 – Динамика средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть» за 2014-2019 гг., %

Источник: рассчитано автором

По полученным данным, можно сказать, что показатель средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть» имеет тенденцию снижения, за счет увеличения чистой прибыли компании, увеличения стоимости собственного капитала и сокращением стоимости заемного капитала. Стоимость заемного капитала сократилась за счет увеличения доли заемных средств в общей структуре капитала организации.



Таким образом, принимая во внимание результаты расчетов, полученных выше, можем заключить, что у компании наблюдается снижением главного показателя «средневзвешенная стоимость капитала», данная тенденция является положительным фактом. Однако компания не имеет стабильной и оптимальной структуры капитала, соотношение собственного и заемного капитала из года в год меняется, это зависит от не постоянных коммерческих и управленческих расходов компании, специфики хозяйственной деятельности организации, что влечет за собой привлечение новых займов и кредитов.

### 3.2. Проблемы и мероприятия по формированию структуры капитала предприятия

В процессе формирования капитала предприятия можно наблюдать ряд проблем, с которыми сталкивается каждая организация. Формирование рациональной и оптимальной структуры источников средств предприятия в целях финансирования необходимых объемов затрат и обеспечения желаемого уровня прибыли является одной из глобальных проблем финансового менеджмента.

Рациональная структура капитала подразумевает сочетание собственного и заемного капитала, которое обеспечивает максимум рыночной оценки всего капитала. Поиск такого соотношения – это проблема, решаемая теорией структуры капитала менеджментом предприятия. [25]

Структуру капитала каждое предприятие формирует самостоятельно, исходя из собственных возможностей, поставленных целей и задач компании (холдинга). В современных условиях рыночных отношений, основные проблемы по формированию капитала предприятия связаны с возможным появлением финансовых рисков. Такая ситуация объясняется необходимостью получить от используемых средств организации максимальных эффект, причем в установленные сроки. В данной взаимосвязи, ярко отражается необходимость определения оптимальной структуры капитала и принятия целесообразных

управленческих решений не только по его формированию, но и по эффективному использованию собственных и привлеченных средств.

По результатам анализа ПАО «Транснефть» главной проблемой компании является высокая доля заемного капитала, что говорит о сильной зависимости компании от внешних инвесторов и банков. Для решения данной проблемы необходимо провести ряд мероприятий для достижения оптимальной структуры капитала предприятия:

- следует повысить долю собственного капитала в общем объеме баланса за счет нераспределенной прибыли и уменьшить удельный вес заемных средств. Данная тенденция положительно влияет на финансовое состояние компании, увеличивает платежеспособность и рентабельность, а также уменьшается средневзвешенная стоимость капитала организации;

- необходимо наращивать кредиторскую задолженность, что обеспечивает беспроцентные и краткосрочные финансовые ресурсы для компании. Для этого необходимо заключать договора с поставщиками, обговаривать условия расчета 70 или 90 дней, при получении крупных объемов товаров или услуг уточнять возможность получения скидок;

- следует наращивать объем добавочного капитала в части эмиссионной премии, путем продажи акций по цене выше их номинальной стоимости;

- обеспечение условий достижения максимальной рентабельности капитала при предусматриваемом уровне финансового риска;

- обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе его развития;

- необходимо получить выгодные банковские услуги. Разработать проект в который будет входить весь перечень банковских продуктов, например при использовании банковских карт (ипотека, вклады, кредиты) сотрудниками компании, процентная ставка для компании будет понижена на 3-4 % от фактической;

- нужно уменьшить себестоимость оказываемых услуг с целью увеличения темпов роста прибыли. Необходимо увеличивать выручку

компании не за счет увеличения себестоимости продукции, а за счет увеличения продаж;

- следует улучшить качество проведения маркетинговых исследований для выявления новых рынков сбыта;

- необходимо повысить оборачиваемость активов, собственных средств, оборотных средств и кредиторской задолженности.

Снижение производственного цикла достигается за счет сокращения нецелевого использования рабочего времени. Конкурентоспособность достигается путем снижения себестоимости продукции и улучшение качества продукции.

Доля собственного капитала в общем объеме говорит нам о финансовой устойчивости организации. Увеличение этого показателя снижает зависимость предприятия от заемных средств. Это можно добиться с помощью дополнительной эмиссии ценных бумаг. [5]

Важным мероприятием компании является снижение дебиторской задолженности, которое может быть достигнуто посредством реализации конкретных мер:

- своевременно выявлять определенные виды кредиторской и дебиторской задолженностей;

- контролировать расчеты с покупателями по отсроченным задолженностям;

- следить за соотношением кредиторской и дебиторской задолженностей: значительное превышение дебиторской задолженности создает угрозу финансовой нестабильности организации и дает возможность привлекать дополнительные источники средств;

- сократить срок отсрочки оплаты за предоставленные товары или услуги;

- использовать систему предоставления скидок при досрочной оплате.

Устойчивость финансово-хозяйственной деятельности предприятия может быть повышена путем:

- ускорения оборачиваемости капитала в текущих активах, в результате чего произойдет относительное его сокращение на рубль оборота;
- обоснование уменьшения запасов и затрат;
- погашения собственных оборотных средств за счет внутренних и внешних источников, а также за счет нераспределенной прибыли.

Одним из основных и наиболее радикальных направлений финансового оздоровления является поиск внутренних резервов прибыльности и достижению безубыточной деятельности при помощи полного использования мощности предприятия, повышения качества и конкурентоспособности продукции, снижения ее себестоимости, рационального использования материальных, трудовых и финансовых ресурсов, сокращения расходов и потерь.

Особое внимание необходимо уделить вопросу о снижении себестоимости услуг:

- сокращение затрат за счет повышения уровня производительности труда, экономного использования сырья, материалов, электроэнергии, оборудования;
- сокращения затрат, установленных по каждой статье расходов за счет конкретных организационно-технических мероприятий, которые будут способствовать экономии зарплаты, сырья, материалов, энергии.

Под экономической эффективностью производства понимается степень использования производственного потенциала. Чем выше результат при тех же затратах, тем быстрее он растет в расчете на единицу затрат общественно необходимого труда, или чем меньше затрат на единицу полезного эффекта, тем выше эффективность производства, и, следовательно, финансово-хозяйственная деятельность предприятия ПАО «Транснефть».

Исходя из полученных показателей предприятия ПАО «Транснефть» необходимо повысить показатели рентабельности. Эффективность управленческих решений, принимаемых на основании использования

показателей рентабельности, может быть достигнута при соблюдении ряда условий:

- нужно более точно выбирать объект управления и конкретно ставить цели решаемой задачи;
- выявить количественные и качественные оценки взаимосвязи между факторами, определяющими уровень рассматриваемых параметров рентабельности;
- должна быть точная экономическая интерпретация полученных результатов, сравнение их в динамике с показателями других компаний, среднеотраслевым уровнем, принятыми «базовыми» нормами;
- необходимо точно формулировать выводы с выделением сильных и слабых сторон, выделение и ранжирование факторов, создающих возможность достижения поставленной цели.

В итоге стремление предприятия структурировать свои финансовые показатели, при их анализе и оценке, приведет к улучшению управления. Актуальность данной работы в том, что на современном этапе развития экономики Российской Федерации при финансовом анализе предприятий применяется очень мало показателей, что мешает получить полную картину производственно-хозяйственной деятельности предприятия. Большинство фирм стремятся к увеличению прибыли, забывая при этом об эффективности своей работы, однако увеличение этого показателя не в полной мере отражает фактическую ситуацию, складывающуюся на предприятии, а при использовании комплексных исследований финансовых показателей и, главное, правильной их оценке и анализе, принятие управленческих решений может стать намного результативнее и продуктивнее.

Оптимизация капитала дает возможность формировать управленческие действия на основе глубокого анализа экономической среды, в которой функционирует хозяйственная деятельность предприятия. Однако структура капитала зависит также и от состояния экономики страны в целом. Поэтому при формировании необходимо брать во внимание внешние факторы экономики.

Таким образом, процесс формирования рациональной структуры капитала вызывает необходимость установить целевую структуру капитала, т.е. соотношение между собственными и заемными источниками финансирования активов. Конкретная целевая структура капитала обеспечивает заданный уровень прибыльности активов и собственного капитала при минимизации степени коммерческого риска. С ее помощью минимизируют средневзвешенную стоимость капитала и максимизируют рыночную стоимость предприятия.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная работа посвящена исследованию формирования структуры капитала коммерческой организации на примере анализа ПАО «Транснефть».

Изучение точек зрения разных авторов понятия «капитал коммерческой организации», позволило сформировать квалификацию, характеристику и виды, рассмотрены положительные и отрицательные последствия использования компанией собственного и заемного капитала.

Предприятие в процессе своей деятельности может использовать все доступные ему источники формирования финансовых ресурсов, обеспечивая при этом свою финансовую стабильность. При формировании значительной доли капитала за счет источников привлеченных финансовых ресурсов возникает опасность о возможности возвращения обязательств через дополнительные финансовые расходы за право на их использование. Однако формирование активов за счет привлеченных финансовых ресурсов является привлекательным, поскольку плата за их использование не имеет прямой связи с будущим чистой прибылью предприятия. Привлечение финансовых ресурсов всегда эффективно, если процент платы за них будет меньше, чем рентабельность активов предприятия. В то же время, если предприятие формирует свои активы за счет собственного капитала, его финансовое состояние укрепляется, и, наоборот, при осуществлении хозяйственной деятельности за счет привлеченных финансовых ресурсов оно теряет финансовую автономию.

Существует оптимальная структура капитала, при которой средневзвешенная стоимость капитала имеет минимальное значение, а рыночная стоимость капитала увеличивается.

Рассмотрение организационно-экономической характеристики ПАО «Транснефть», показало, что основными направлениями деятельности является транспортировка нефти и нефтепродуктов.

В результате анализа динамики и структуры капитала предприятия установлено, что уставный капитал остается без значительных изменений. Нераспределенная прибыль имеет тенденцию роста до 2017 года, что свидетельствует о положительной финансовой динамике компании, однако в 2018 году наблюдается спад на 3 процентных пункта, это значит, что компания финансировала часть прибыли в собственный капитал. Наибольшую долю пассива организации занимают долгосрочные кредиты и займы, составляют 51,2 % в 2014 году, к концу исследуемого периода составила 53,58 % от общей доли пассива, данная динамика показателя является положительным для финансового состояния в целом, свидетельствует о платежеспособности компании.

Следует отметить, что доля собственного капитала растет за счет нераспределенной прибыли компании и к концу исследуемого периода составляет 18,07 %, т.е. средний прирост составил 4,28%. Соответственно доля заемного капитала предприятия снижается, и к концу периода составила 81,93% от общей структуры капитала. Среднее соотношение, за исследуемый период, заемного капитала к собственному ПАО «Транснефть» составляет 85 % к 15 %.

Показатель «средневзвешенная стоимость капитала организации» интегрирует в себе информацию о конкретном составе элементов сформированного (формируемого) капитала, их индивидуальной стоимости и значимости в общей сумме капитала. Наибольшая средневзвешенная стоимость капитала составила в 2016 году, это взаимосвязано с наибольшей стоимостью собственного капитала компании. Вследствие, данного факта, можно сказать, что величина средневзвешенной стоимости капитала зависит не только от стоимости каждой составляющей капитала, но и от доли каждого источника в совокупности.

Несмотря на сильную зависимость компании от заемных средств и маленькую долю собственного капитала финансовое состояние компании удовлетворительно, выручка предприятия за исследуемый период растет так же, как и коммерческие расходы. Однако чистая прибыль предприятия



оставляет желать лучшего, это говорит о неэффективном управлении компании и о не результативности деятельности компании. Несмотря на все обстоятельства, предприятие остается монополистом на рынке транспортировке нефтепродуктов и занимает высокую позицию конкурентной степени в данной отрасли.

Таким образом, одной из наиболее сложных задач финансового анализа является оптимизация структуры капитала с целью обеспечения наиболее эффективной пропорциональности между его стоимостью, доходностью и финансовой устойчивостью предприятия. Оптимизация структуры капитала производится по следующим критериям: минимизации средневзвешенной стоимости совокупного капитала; максимизации уровня рентабельности собственного капитала; минимизации уровня финансовых рисков.

Рассмотрено влияние разного соотношения структуры капитала на средневзвешенную стоимость капитала компании.

В результате полученных данных, можно сделать следующий вывод: средневзвешенная стоимость капитала имеет тенденцию снижения это связано с тем, что растет доля и сумма собственного капитала компании. Оптимальное значение WACC находится в значениях при соотношении собственного и заемного капитала между 10:90 и 20:80. Данное значение приближенно реальным данным, рассчитанным на 2018 год. Поэтому главной задачей компании ПАО «Транснефть» должно быть увеличение собственного капитала до соотношения 20:80. На данный момент соотношение находится на уровне 15:85, увеличить нужно на 5 процентных пунктов.

По полученным данным, можно сказать, что показатель средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Транснефть» имеет тенденцию снижения, за счет увеличения чистой прибыли компании, увеличения стоимости собственного капитала и сокращением стоимости заемного капитала. Стоимость заемного капитала сократилась за счет увеличения доли заемных средств в общей структуре капитала организации.

Однако компания не имеет стабильной и оптимальной структуры капитала, соотношение собственного и заемного капитала из года в год меняется, это зависит от не постоянных коммерческих и управленческих расходов компании, специфики хозяйственной деятельности организации, что влечет за собой приобретение новых займов и кредитов.

В результате проведенного анализа были выявлены проблемы формирования капитала предприятия по поиску оптимального соотношения собственного и заемного капитала ПАО «Транснефть».

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Абрамова, А.С. Ошибки в расчетах с дебиторами и кредиторами. / А.С.Абрамова // Бухгалтерский учет - 2017. № 6. С.12-18.
2. Алешин, А.Н. Факторы эффективности нефтяного комплекса / А.Н. Алёшин // Вестник Оренбургского государственного университета. – 2013. - №1. – С. 4- 8.
3. Банк, В. В., Банк С. В., Тараскина А. В. Финансовый анализ: учеб. Пособие/В.В. Банк, С.В. Банк, А.В. Тараскина. — М.: Проспект, 2017. — 352с.
4. Волкова, О.И. Экономика предприятия (фирмы): Учеб. пособие / О. И. Волкова — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2013. — 601 с.
5. Горбатова, О.Е. Учет просроченной дебиторской задолженности / О.Е. Горбатова // Бухгалтерский учет. - 2015. №21.С.8-12.
6. Дворецкая, А.Е. Организация управления финансами на предприятии / А.Е. Дворецкая // Менеджмент в России и за рубежом. - 2015. Апрель. С. 101-102.
7. Зудилин, А.П. Учись читать бухгалтерскую отчетность партнера и конкурента. - М.: Изд-во Российского университета дружбы народов, 2018. – 112 с.
8. Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги. [Электронный ресурс] : практикум : учеб. пособие для студентов вузов, обуч. по спец. эконом. и управления / ред. Е. Ф. Жуков. – 2-е изд., перераб. и доп. – Электрон. дан. – Москва : Юнити-Дана, 2013. – 1 эл. опт. диск (CD-ROM). – (Электронный учебник).
9. Калиева О. М., Лужнова Н. В., Дергунова М. И., Говорова М. С. Факторы, влияющие на экономическую эффективность деятельности предприятия // Инновационная экономика: материалы Междунар. науч. конф. (г. Казань, октябрь 2014 г.). — Казань: Бук, 2014. — С. 93-96.
10. Ковалев, В. В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: Учеб.

- пособие / В. В. Ковалев – М.: ТК Велби, Из-во Проспект, 2014. – 424 с.
11. Ковалев, В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры: учеб. пособие / В. В. Ковалев - М.: Финансы и статистика, 2013. – 560с.
  12. Ковалев, В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности: Учеб.пособие / В.В. Ковалев - М.: Финансы и статистика, 2014. – 274 с.
  13. Ланшаков, В.А. Факторы, влияющие на финансовую устойчивость строительных компаний РФ / В.А. Ланшаков, А.С. Вивулина //Новая наука: стратегии и векторы развития. – 2016. - № 10. – с. 110 – 115
  14. Международные валютно-кредитные отношения [Электронный ресурс]: Учебник / Г.Л. Авагян, Ю.Г. Вешкин. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Магистр: ИНФРА-М, 2017. - 704 с. - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog.php?bookinfo=205883> (дата обращения: 20.11.2019).
  15. Международные финансы [Электронный ресурс]: Учебное пособие / В.С. Золотарев, О.М. Кочановская, Е.Н. Карпова, А.Я. Черенков. - 3-е изд., доп. и перераб. - М.: Альфа-М: НИЦ ИНФРА-М, 2016. - 224 с. - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog.php?bookinfo=429036> (дата обращения: 20.11.2019).
  16. Методика определения типов финансовой устойчивости [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.greatfin.ru/grefs-348-1.html> (дата обращения: 19.11.2019)
  17. Норр-Аревян, Г.Г. Основные аспекты формирования дебиторской и кредиторской задолженности. / Г.Г. Норр-Аревян // Практическая бухгалтерия. 2016. №5. С.16-19.
  18. О бухгалтерском учете: Федеральный закон от 06.12.2011 №402 – ФЗ. – Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_122855/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122855/) (дата обращения: 02.05.2019)
  19. О формах бухгалтерской отчетности: Приказ Минфина России от 02.07.2010 №66н. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/document>

- /cons\_doc\_LAW\_103394/ (дата обращения: 17.08.2019)
20. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26 декабря 1995 года №208-ФЗ. – Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743) (дата обращения: 12.12.2019)
  21. Об естественных монополиях: Федеральный закон от 17 августа 1995 года №147-ФЗ. – Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_7578](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_7578) (дата обращения: 05.12.2019)
  22. Об открытом акционерном обществе «Акционерная компания по транспорту нефти»: Указ Президента от 13 апреля 2007 года №473. – Режим доступа [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_67671](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_67671) (дата обращения: 01.05.2019)
  23. Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации»: Приказ Минфина РФ от 06.07.1999 №43н. – Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_18609/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18609/) (дата обращения: 03.11.2018)
  24. Об утверждении Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации: Приказ Минфина России от 29.07.1998 №34н. – Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_20081/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_20081/) (дата обращения: 01.12.2018)
  25. Об учреждении акционерной компании по транспорту нефти «Транснефть»: Постановление правительства от 14 августа 1993 года №810.– Режим доступа: <http://base.garant.ru/1591558> (дата обращения: 25.04.2019)
  26. ПАО «Транснефть» [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.transneft.ru> (дата обращения: 02.11.2019)
  27. Тетельмин, В.В. Магистральные нефтегазопроводы: учеб. пособие / В.В. Тетельмин, В.А. Язев. – Долгопрудный: Интеллект, 2012. – 351с.
  28. Полянская Н.К. Анализ дебиторской и кредиторской задолженности на основе финансовой отчетности: монография / Н.К. Полянская – Москва: Лаборатория книги, 2014 г. – 157 с.

29. Программа «Цифровая экономика Российской Федерации»: Распоряжение Правительства Российской Федерации от 28 июля 2017 года № 1632-р. – Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_221756/2369d7266adb33244e178738f67f181600cac9f2/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_221756/2369d7266adb33244e178738f67f181600cac9f2/) (дата обращения: 20.11.2019)
30. Румянцева, Е.Е. Современные технологии управления финансами на предприятиях / Е.Е. Румянцева // Менеджмент в России и за рубежом. 2015. Март. С. 115-116.
31. Рыбина, З. В. Экономика [Электронный ресурс] / З. В. Рыбина. – М. : Директ-Медиа. – 2017. - 497 с. - Режим доступа : <http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=117866> (дата обращения: 12.11.2019).
32. Савицкая, Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: учеб. / Г.В. Савицкая. - 4-е изд., испр. и доп. - Минск: ООО «Новое знание», 2014. – 142-156 с.
33. Сафронов, Н.А. Экономика предприятия. / Н.А. Сафронов. - М.: Юристъ, 2014. 123 с.
34. Соколова, Н.А., Томшинская И.Н. Управление дебиторской задолженностью: способы истребования обязательств. / Н.А. Соколова // Бухгалтерский учет. 2014. №9. С.8-12.
35. Сотникова, Л.В. Расчетные операции / Л.В. Сотникова // Бухгалтерский учет. 2013. № 1. С. 14-23.
36. Сравнительный анализ ключевых показателей деятельности ПАО «Транснефть» и зарубежных трубопроводных компаний за 2014-2015 гг. [Электронный ресурс]: Режим доступа: [http://www.transneft.ru/u/section\\_file/24562/sravnitelanii\\_analiz\\_kluczevih\\_pokazatelei\\_effektivnosti\\_pao\\_transneft\\_i\\_zarybejnih\\_tryboprovodnih\\_kompanii\\_za\\_2014-2015\\_gg.pdf](http://www.transneft.ru/u/section_file/24562/sravnitelanii_analiz_kluczevih_pokazatelei_effektivnosti_pao_transneft_i_zarybejnih_tryboprovodnih_kompanii_za_2014-2015_gg.pdf) (дата обращения: 15.06.2019)
37. Стыров, М.М. Финансовые ресурсы промышленных предприятий: учебник / М.М. Стыров.– М.: Директ-Медиа, 2015. – 353 с

38. Тетельмин, В.В. Магистральные нефтегазопроводы: учеб. пособие / В.В. Тетельмин, В.А. Язев. – Долгопрудный: Интеллект, 2012. – 351с.
39. Уткин, Э.И. Финансовый менеджмент. / Э.И. Уткин. - М.: Издательство "Зеркало", 2014. 141 с.
40. Финансовая система в условиях циклического развития экономики : отчет о НИР / Е.С. Корчемкина, Н.Б. Болдырева, В.В. Гамукин и др. – Тюмень : ТюмГУ, 2018.– С.353
41. Хеддервик, К.В. Финансово-экономический анализ деятельности предприятий: учеб.пособие / К.В. Хеддервик - М.,2015. – 47 с.
42. Хелферт, Э. Техника финансового анализа. / Э. Хелферт - М.: "Аудит", ЮНИТИ, 2016. 129с.
43. Холт, Р.Н. Основы финансового менеджмента. / Р.Н. Холт. - М.: 2014. 211с.
44. Хорн, К. Основы управления финансами. / К.Хорн. - М.: Финансы и статистика, 2013. 414с.
45. Челноков, В.А. Деньги. Кредит. Банки [Электронный ресурс]: учебное пособие / В.А. Челноков, Н.Д. Эриашвили, А.И. Ольшаный. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Юнити-Дана, 2016. - 481 с. - Режим доступа: <http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=114797> (дата обращения: 24.11.2019)
46. Чернышева, Ю.Г. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия (организации): учебник / Ю.Г. Чернышева. – М.: Инфра-М, 2017. – 424 с
47. Шевченко, К.И. Совершенствование управления денежным потоком/ К.И. Шевченко, Е.Е. Ляпунова // Экономика и предпринимательство. – 2017.– № 4-1 (81-1). – С. 1047-1050.
48. Шестакова, Н.Н. Решение проблем оптимизации денежных потоков предприятия на основе анализа отчета о движении денежных средств / Н.Н. Шестакова // Наука и образование: опыт, проблемы и перспективы развития. – 2017.– № 7. – С. 382-386.

49. Экономика предприятия (организации): Учебник/О.В. Баскакова, Л.Ф. Сейко. – М.: Издательско – торговая корпорация «Дашков и К», 2012. – 373 с.
50. Sharpe W.F. Capital Assets Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk / W. F. Sharpe // Journal of Finance. – 2017. – № 19. – P. 425-442.
51. Stulz R. Globalization, corporate finance, and the cost of capital / R. Stulz // Journal of Applied Corporate Finance. – 2016. – № 2. – P. 8-25