

8.2. КОНЦЕПЦИЯ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Агибалов А.В., к.э.н., доцент, зав. кафедрой
финансов и кредита;

Гончаров А.Н., аспирант кафедры
финансов и кредита

*Воронежский государственный аграрный
университет им. императора Петра I*

В статье представлена концепция оптимизации структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности сельскохозяйственных предприятий. Разработана матрица политики финансового левериджа. Сформирована модель оптимизации структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности сельскохозяйственных предприятий.

В современной экономике инвестиционная деятельность осуществляется за счет совокупности инвестиционных ресурсов, которые имеют различную стоимость, следовательно, процесс формирования ее финансового обеспечения должен быть научно обоснован. Исследования российских и зарубежных ученых подчеркивает значимость оптимальной структуры капитала для эффективного функционирования предприятия, а также недостаточность научной проработки вопросов формирования оптимального финансового обеспечения сельскохозяйственных предприятий.

Отечественной наукой не сформировано самостоятельной теории структуры капитала, все работы основаны на постулатах зарубежных теорий и методах финансового менеджмента. Этот факт связан с малым периодом существования экономики Российской Федерации в условиях рынка. В то же время существует множество разработок, в которых предприняты попытки оптимизации структуры капитала по различным критериям. Большинство таких разработок ориентированы на промышленные предприятия и финансовый сектор экономики.

В качестве критериев оптимальности структуры капитала может быть использовано множество экономических показателей. И.А. Бланк [1, с. 213-222] при оптимизации структуры капитала предлагает использовать следующие критерии:

- прогнозируемая финансовая рентабельность;
- стоимость капитала;
- уровень финансовых рисков;
- рыночная стоимость предприятия.

При этом оптимальная структура капитала, по его мнению, это такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости, т.е. максимизируется рыночная стоимость предприятия.

Т.В. Теплова [8, с. 163-169] предлагает использовать как метод оптимизации структуры капитала определенное соотношение операционного и финансового рычага,

сравнение влияния источников финансирования на прибыль на 1 акцию. При этом под оптимальной структурой капитала подразумевается такое сочетание собственного и заемного капитала, которое обеспечивает максимум рыночной оценки всего капитала.

А.И. Деева [3] под оптимальной структурой капитала понимает ту, при которой достигается максимальный уровень чистой прибыли на акции при минимальном финансовом риске.

Г.А. Маховикова, В.Е. Кантор [6, с. 156-163] считают оптимальной структуру капитала, которая минимизирует его стоимость и, следовательно, максимизирует благосостояние владельцев организации и цену их акций.

Коллектив авторов под руководством Е.И. Шохина [10, с. 149-151], определяя оптимальную структуру капитала организации, в первую очередь акцентирует внимание на минимизации капитальных затрат, затем максимизации рыночной стоимости.

Рудык Н.Б. [7, с. 43] считает, что все организации стремятся максимизировать свою рыночную стоимость и используют для этого структуру капитала. Оптимальной может быть любая структура капитала. Степень оптимальности зависит от текущей ситуации на рынке капиталов.

Есть попытки оптимизации структуры капитала, с использованием показателя экономической добавленной стоимости. Ряд ученых предлагают использовать для оптимизации структуры капитала механизмы финансового левериджа.

Существует методика, учитывающая специфику сельскохозяйственного производства. Она основана на оценке динамики основных финансовых показателей деятельности сельскохозяйственных производственных кооперативов. Оптимальная структура капитала определяется в результате решения математической модели, критериями которой являются показатели платежеспособности, финансовой устойчивости и рентабельности производства. Под оптимальной структурой капитала понимается такое соотношение всех форм собственных и заемных источников финансирования, при котором обеспечивается платежеспособность, финансовая устойчивость и рентабельность капитала [9].

Как цель оптимизации структуры капитала большинство отечественных ученых видят максимизацию рыночной стоимости предприятия. Некоторые ученые предлагают несколько целей достигаемых в процессе оптимизации. Рынок капитала сельскохозяйственных предприятий в РФ не развит, что ограничивает использование стоимости предприятия, как критерия оптимизации структуры капитала. Необходимо установить однозначную целевую функцию, которая будет отражать эффективность формирования финансового обеспечения сельскохозяйственных предприятий.

Критерии оптимальности структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности, во многом зависят от возможных для использования источников финансирования инвестиций. Для сельскохозяйственных предприятий приоритетными являются собственные и заемные источники за исключением облигационных займов. Среди привлеченных источников финансирования возможными для использования являются субсидии и средства, выделяемые вышестоящими организациями – для предприятий находящихся в составе вертикально интегрированного формирования. Эмиссия акций и облигаций является затратной, что ограничивает

использование этих источников. Сельскохозяйственные предприятия их не применяют. Дополнительные взносы собственников также практически не применяются.

Основной характеристикой капитала является его способность приносить доход. Чем выше доходность капитала, тем эффективнее предприятие достигает целей своей деятельности. По нашему мнению, на данном этапе развития экономики для сельскохозяйственных предприятий наиболее важным критерием является эффективность использования капитала, инвестированного в производство.

Помимо собственных инвестиционных ресурсов, основными для сельскохозяйственных предприятий являются заемные инвестиционные ресурсы, а именно, долгосрочные кредиты банков. Следовательно, при оптимизации структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности необходимо контролировать рост финансовых рисков в процессе привлечения заемных средств и их влияние на рентабельность собственного капитала. Учесть данные аспекты позволяет использование механизмов финансового левиреджа. Рентабельность собственного капитала должна быть максимизирована с учетом поддержания приемлемого уровня риска.

Таким образом, под оптимизацией структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности сельскохозяйственных предприятий следует понимать процесс нахождения такой его структуры, которая позволит максимизировать рентабельность собственного капитала при приемлемом уровне финансового риска.

В теории финансового менеджмента существуют две концепции финансового левиреджа.

Концепция 1 разработана западноевропейской школой финансового менеджмента. Традиционная формула расчетов эффекта финансового рычага, или левиреджа (ЭФР) выглядит следующим образом:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{Снп}) * (\text{ЭР} - \text{РСП}) * \frac{\text{ЗС}}{\text{СС}},$$

где

Снп – ставка налогообложения прибыли;

ЭР – экономическая рентабельность;

РСП – расчетная ставка процента;

ЗС – заемные средства;

СС – собственные средства.

Значение **ЭФР** показывает, на сколько процентов изменится рентабельность собственного капитала при привлечении кредита.

В отечественной науке существуют вариации расчета **ЭФР** по концепции 1.

Специалистами компании «Альтаир» [10], занимающейся разработкой программного обеспечения для финансового анализа, используется следующий вариант расчета ЭФР:

$$\text{ЭФР} = ((\text{ЭР} - \text{Ц}_{\text{зк}}) / (1 + \text{Инф})) * (1 - \text{Снп}) * \frac{\text{ЗС}}{\text{СС}} + (\text{Инф} * \frac{\text{ЗС}}{\text{СС}}) * 100,$$

где

Инф – уровень инфляции;

Ц_{зк} – цена заемного капитала.

Как мы видим, здесь предлагается учесть фактор инфляции, который влияет на результат расчетов.

Ю.В. Загайнова [4] в своей диссертационной работе предлагает несколько другое видение влияния финан-

сового левиреджа на рентабельность собственного капитала:

$$\text{ЭФР} = (\text{ЭР} * (1 - \text{Снп}) - \frac{\text{WACC}}{1 + \text{Инф}}) * \frac{\text{ЗС}}{\text{СС}} * \frac{\text{Инф} * \text{ЗС}}{(1 + \text{Инф}) * \text{СС}} * 100 \%,$$

здесь при расчете дифференциала предлагается учитывать не только стоимость заемного капитала, но и стоимость всех остальных источников финансирования; несколько иным способом учитывается фактор инфляции.

Концепция 2 разработана американской школой финансового менеджмента. Формула расчетов выглядит следующим образом:

$$\text{ЭФР} = 1 + \frac{\text{П}}{\text{БП}},$$

где

П – проценты за кредит;

БП – балансовая прибыль.

Значение **ЭФР** показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль на 1 акцию (пай, вклад), т.е. потенциальный доход собственника при изменении **НРЭИ** на 1%. Чем больше сила воздействия **ЭФР**, тем выше финансовый риск.

Финансирование инвестиций в сельском хозяйстве имеет свою специфику. Для ее выявления была составлена выборка рентабельных сельскохозяйственных предприятий Воронежской области, в которую вошли 12 предприятий Калачеевского района и восемь – Петровловский за период 2007-2010 гг. В разрезе организационно-правовых форм хозяйствования выборку составили пять закрытых акционерных обществ (ЗАО), три сельскохозяйственных артели (СХА), 11 обществ с ограниченной ответственностью (ООО) и одно открытое акционерное общество (ОАО).

В табл. 1 мы рассчитали значения **ЭФР** по концепциям 1 и 2, используя традиционные методики. В результате расчетов выявлено, что привлечение заемного капитала не было эффективным в 2007 г. для одного предприятия выборки; в 2008 г. – уже для пяти; в 2009 г. – для шести предприятий; в 2010 г. – для девяти предприятий. Привлечение заемных средств снизило рентабельность собственного капитала по причине превышения расчетной ставки процента над рентабельностью активов. Это говорит о том, что инвестиции, реализованные с использованием заемных средств, не привели к развитию предприятия.

Менеджмент данных предприятий не провел достаточного обоснования при привлечении заемных источников финансирования. Соотношение заемного и собственного капитала не имеет устойчивых тенденций. Большинство предприятий, за весь исследуемый период привлекали заемные средства в минимальных объемах – значение плеча финансового рычага менее 0,8, что не гарантировало им роста рентабельности собственного капитала (**ЭФР** отрицателен на пяти таких предприятиях в 2010 г.). В то же время превышение порогового значения плеча финансового рычага не обязательно ведет к снижению рентабельности собственного капитала. Взаимосвязи с организационно-правовыми формами хозяйствования не выявлено. Это говорит о том, что ключевым фактором для повышения эффективности собственного капитала является

ся рентабельность активов. Предприятия, которые смогут обеспечить высокий ее уровень, в состоянии обеспечить рост рентабельности собственного капитала даже превысив пороговое значение плеча рычага. Но если собственные средства не покрывают заемные, то кредитоспособность и финансовая устойчивость предприятия снижаются. Значения эффекта финансового рычага по второй концепции аналитически показывают рост финансовых рисков для предприятия. Данные моменты при оптимизации структуры финансового обеспечения позволяют учесть расчет эффекта финансового рычага по первой концепции.

Для выявления приоритетности факторов формирующих эффект финансового рычага по первой концепции проведем множественный корреляционно-регрессионный анализ влияния составляющих ЭФР на рентабельность собственного капитала. Данный анализ выявил следующее.

1. Тесную и прямую взаимосвязь рентабельности собственного капитала и рентабельности активов за весь исследуемый период;
2. Обратные и умеренные взаимосвязи рентабельности собственного капитала с уровнем налогообложения прибыли, средней расчетной ставки процента и уровнем заимствований.

Множественный коэффициент корреляции показал тесную связь между рентабельностью собственного капитала и факторами, формирующими ЭФР, а множественный коэффициент детерминации свидетельствует о зависимости рентабельности собственного капитала от выбранных факторов более чем на 80% за весь исследуемый период. Проверка зависимости с помощью критерия Фишера подтвердила ее существование и правильность.

Мы выявили наиболее существенную связь рентабельности собственного капитала с рентабельностью активов и уровнем заимствований. Наша концепция основана на взаимозависимом влиянии данных показателей на рентабельность собственного капитала. Ю. Бригхэм, Л. Гапенски [2, с. 179] выделяют понятие

политики финансового левериджа, под которой понимают определение предельно допустимого уровня заемных средств. Мы предлагаем с учетом специфики сельскохозяйственного производства выделить три типа политики финансового левериджа предприятий. В основу положим значения коэффициента финансового риска.

1. Консервативная – уровень коэффициента менее 0,8, финансовый риск условно отсутствует, заемные средства с запасом покрываются имеющимся собственным капиталом (доля заемных средств менее 40%).
2. Умеренная – 0,8-1, финансовый риск минимален, собственных средств достаточно для покрытия заемных обязательств (доля заемных средств 40-50%). Достаточный уровень финансовой устойчивости при рациональном вложении собственных средств.
3. Агрессивная – более единицы, высокий уровень финансового риска, собственный капитал не покрывает имеющиеся заемные обязательства (доля заемных средств более 50%). Приводит к снижению финансовой устойчивости.

Большинство предприятий исследуемой совокупности придерживаются консервативной политики финансового левериджа:

- 2007-2008 гг. – 18;
- 2009 г. – 19;
- 2010 г. – 17.

Агрессивной:

- 2007-2008 гг. – 2;
- 2009 г. – 1;
- 2010 г. – 3.

Умеренной политики финансового левериджа не придерживается ни одно предприятие.

На наш взгляд, выбор политики финансового левериджа предприятие должно осуществлять, исходя из уровня рентабельности активов. Если менеджмент в состоянии обеспечить высокий ее уровень, то политика предприятия может быть агрессивной, так как возросшая плата за кредит будет компенсирована и рентабельность собственного капитала возрастет.

Таблица 1

ЭФФЕКТ ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА

Показатели	Дифференциал, %				Коэффициент финансового риска				ЭФР-1				ЭФР-2			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
1. Колхоз «Большевик»	-5,16	2,7	3,76	-13,15	0,03	0,04	0,02	0,02	-0,16	0,09	0,06	-0,24	2,00	2,00	1,15	1,03
2. ЗАО «Победа»	54,19	20,25	-0,07	-1,44	0,64	0,42	0,47	0,53	32,81	7,92	-0,03	-0,72	1,21	1,18	1,07	1,05
3. Колхоз им. Куйбышева	6,16	-2,25	0,52	-7,72	0,05	0,05	0,03	0,04	0,27	-0,1	0,02	-0,29	1,33	1,25	1,22	1,14
4. ООО «Скрипнянская Нива»	21,15	-2,12	-0,87	-1,23	2,34	2,13	2,09	2,61	49,46	-4,51	-1,82	-3,22	1,15	1,00	1,01	1,00
5. ЗАО «Манино»	20,17	9,32	23,9	18,24	0,06	0,04	0	0,04	1,14	0,37	0	0,76	1,21	1,25	1,20	1,17
6. ООО «Альянс»	19,15	19,32	36,69	-65,29	0,26	0,09	0	0,01	4,7	1,63	0	-0,34	1,26	1,29	1,46	1,05
7. ООО «Нива»	43,35	6,03	17,98	6,42	0,79	0,58	0,57	1,1	32,07	3,27	9,58	6,64	1,10	1,05	1,16	1,11
8. ЗАО «Подгорное»	7,22	28,51	2,24	6,66	0,01	0,01	0	0	0,06	0,22	0	0	1,09	1,36	1,03	1,08
9. ООО «Майс»	22,31	-14,47	-17,44	-7,65	0,12	0,09	0,27	0,52	2,58	-1,29	-4,46	-3,72	1,42	1,17	1,04	1,00
10. ООО «Гранат»	71,85	54,33	16,33	48,42	0	0	0	0	0	0	0	0	1,59	1,33	1,14	1,25
11. ООО «Калинка»	5,97	5,4	6,73	28,54	0	0,29	0,27	0	0	1,56	1,81	0	1,16	1,04	1,08	1,16
12. ОАО «Калачсмена Агро»	6,72	96,49	-22,16	24,07	0	0	0,07	0,13	0	0	-1,61	3,11	1,10	1,36	1,05	1,28
13. ЗАО «Маяк»	75,58	-6,57	1,23	-14,06	0,13	0,22	0,24	0,18	8,98	-1,38	0,28	-2,36	1,03	1,18	1,23	1,02
14. ЗАО «Средний Дон»	8,64	11,55	11,69	2,01	0	0	0	0	0	0	0	0	1,12	1,15	1,08	1,05
15. ООО «Замостье»	48,01	-1,78	-7,59	-5,84	0,07	0,4	0,46	1,09	3,1	-0,66	-3,28	-5,98	1,20	1,16	1,03	1,02
16. ООО «Заря»	83,16	28,89	0,71	-6,17	0,03	0,13	0,14	0,09	1,96	3,58	0,1	-0,53	1,36	1,41	1,24	1,23
17. ООО «Красноселовское»	46,01	87,79	44,72	24,31	0,28	0,08	0	0,01	12,04	6,9	0	0,17	1,45	1,84	1,61	1,45
18. ООО «Проминвест»	49,74	45,72	19,86	18,49	1,94	1,06	0,8	0,71	73,41	36,83	12,75	10,51	1,16	1,20	1,16	1,21
19. ООО «Факел»	113,38	33,23	-40,54	4,47	0,13	0,02	0,05	0,12	14,13	0,69	-1,78	0,51	1,60	1,40	1,19	1,22
20. СХА «Луч»	35,98	36,67	53,86	18,21	0,11	0	0	0	3,72	0	0	0	1,32	1,23	1,43	1,21

В случае, когда рентабельность активов предприятия находится на среднем уровне, то политика финансового левериджа может быть только умеренной, если ниже среднего – консервативной. Данную взаимосвязь мы представим на матрице политики финансового левериджа (рис. 1).

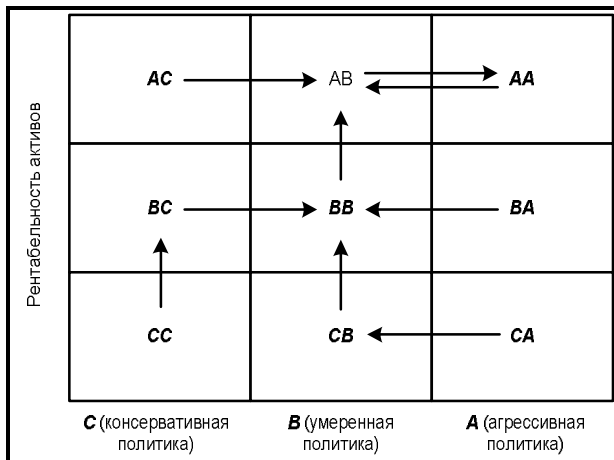


Рис. 1. Матрица политики финансового левериджа

Значения коэффициента финансового риска на матрице обозначены следующим образом:

- **А** – более единицы (агрессивная политика финансового левериджа);
- **В** – 0,8-1 (умеренная политика);
- **С** – менее 0,8 (консервативная политика).

Рентабельность активов обозначена исходя из среднего значения по выборке предприятий:

- **А** – выше средней;
- **В** – на уровне средней;
- **С** – ниже средней.

В табл. 2, исходя из матрицы политики финансового левериджа, проведена группировка предприятий исследуемой совокупности с применением кластерного анализа.

Матрица политики финансового левериджа включает девять кластеров; исходя из положения, на ней мы предлагаем определять приоритет политики на предстоящий период.

1. Кластер **AC**. Высокая рентабельность активов, низкий уровень заимствований. Возможно наращивание заимствований, при сохранении высокой рентабельности активов. Движение в кластер **AB**.
2. Кластер **BC**. Средняя рентабельность активов, низкий уровень заимствований. Возможно наращивание заимствований. Движение в кластер **BB**.
3. Кластер **CC**. Низкая рентабельность активов, низкий уровень заимствований. Необходимо повышать рентабельность активов. Приоритет политики финансового левериджа перемещение в кластер **BC**.
4. Кластер **AB**. Высокая рентабельность активов, средний уровень заимствований. Возможно, повышать уровень заимствований. Движение в кластер **AA**.
5. Кластер **BB**. Средняя рентабельность, средний уровень заимствований. Приоритет политики на следующий год повышение рентабельности – кластер **AB**, после чего будет возможно наращивание заимствований для реализации инвестиций.
6. Кластер **CB**. Низкая рентабельность, средний уровень заимствований. Необходимо стремиться повышать рентабельность активов – движение в кластер **BB**.
7. Кластер **AA**. Высокая рентабельность активов, высокий уровень заимствований. В следующем году необходимо воздержаться от новых заимствований. Движение в кластер **AB**.
8. Кластер **BA**. Средняя рентабельность активов, высокий уровень заимствований. Необходимо отказаться от новых заимствований. Движение в кластер **BB**.
9. Кластер **CA**. Низкая рентабельность активов, высокий уровень заимствований. Необходимо в первую очередь снижать уровень заимствований. Движение в кластер **CB**.

Таблица 2

ГРУППИРОВКА ПРЕДПРИЯТИЙ ПО СЕКТОРАМ МАТРИЦЫ ПОЛИТИКИ ФИНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖА

Кластеры	Годы			
	2007	2008	2009	2010
AC	Девять предприятий (ЗАО «Победа», ООО «Альянс», ООО «Нива», ООО «Гранат», ЗАО «Маяк», ООО «Замостье», ООО «Заря», ООО «Факел», СХА «Луч»)	Шесть предприятий (ООО «Альянс», ООО «Гранат», ОАО «Калачсемена Агро», ООО «Заря», ООО «Красноселовское», СХА «Луч»)	Семь предприятий (ЗАО «Манино», ООО «Альянс», ООО «Нива», ООО «Заря», ООО «Красноселовское», ООО «Проминвест», СХА «Луч»)	Девять предприятий (ЗАО «Манино», ООО «Гранат», ООО «Калинка», ОАО «Калачсемена Агро», ООО «Заря», ООО «Красноселовское», ООО «Проминвест», ООО «Факел», СХА «Луч»)
BC	Одно предприятие (ООО «Красноселовское»)	Два предприятия (ЗАО «Манино», ООО «Факел»)	Одно предприятие (ЗАО «Маяк»)	-
CC	Восемь предприятий (Колхоз «Большевик», колхоз им. Куйбышева, ЗАО «Манино», ЗАО «Подгорное», ООО «Майс», ООО «Калинка», ОАО «Калачсемена Агро», ЗАО «Средний Дон»)	Десять предприятий (колхоз «Большевик», ЗАО «Победа», колхоз им. Куйбышева, ЗАО «Подгорное», ООО «Майс», ООО «Калинка», ООО «Нива», ЗАО «Маяк», ЗАО «Средний Дон», ООО «Замостье»)	Одинадцать предприятий (колхоз «Большевик», ЗАО «Победа», колхоз им. Куйбышева, ЗАО «Подгорное», ООО «Майс», ООО «Гранат», ООО «Калинка», ОАО «Калачсемена Агро», ЗАО «Средний Дон», ООО «Замостье», ООО «Факел»)	Восемь предприятий (колхоз «Большевик», ЗАО «Победа», колхоз им. Куйбышева, ООО «Альянс», ЗАО «Подгорное», ООО «Майс», ЗАО «Маяк», ЗАО «Средний Дон»)
AB	-	-	-	-
BB	-	-	-	-
CB	-	-	-	-
AA	Одно предприятие (ООО «Проминвест»)	Одно предприятие (ООО «Проминвест»)	-	-
BA	-	-	-	Одно предприятие (ООО «Нива»)
CA	Одно предприятие (ООО «Скрипнянская Нива»)	Одно предприятие (ООО «Скрипнянская Нива»)	Одно предприятие (ООО «Скрипнянская Нива»)	Два предприятия (ООО «Скрипнянская Нива», ООО «Замостье»)

Собственные инвестиционные ресурсы также имеют свою цену, поэтому при оптимизации структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности целесообразно минимизировать его средневзвешенную стоимость. На большинстве сельскохозяйственных предприятий собственники одновременно являются менеджерами, принимающими решения о выплате дивидендов. Данный факт делает платность собственного капитала условной. Но при распределении прибыли необходимо учитывать возможности повышения рентабельности собственного капитала. Т.е. собственного капитала должно остаться достаточно для обеспечения повышения его рентабельности.

В табл. 3 представлена средневзвешенная стоимость капитала предприятия и показатель экономической добавленной стоимости. На большинстве предприятий цена собственного капитала меньше цены заемного за весь период исследования (2007 г. и 2008 г. – 15 предприятий, 2009 г. и 2010 г. – 16 предприятий). Выявлено, что на предприятиях, выплативших большие суммы собственникам, привлечение заемных средств оказалось неэффективным. Что свидетельствует о нерациональном распределении прибыли. Из выборки ежегодно только одно-два предприятия ограничились от выплат собственникам, и все равно получили отрицательное значение ЭФР, что свидетельствует о наличии проблем, не связанных со структурой капитала. Экономическая добавленная стоимость оказалась отрицательной на двух предприятиях в 2008-2009 гг. и на трех – в 2010 г.

Внедрение научно-обоснованного подхода к вопросу распределения прибыли, позволит обеспечить стабильный прирост рентабельности собственного капитала. При определении прибыли распределяемой собственникам, необходимо в первую очередь учитывать стратегические перспективы развития предприятия. Рост рентабельности собственного капитала, означает развитие предприятия, которое в перспективе приведет к повышению прибыльности и соответственно доходов собственников. В то время как неоправданно высокие выплаты собственникам приводят к росту фи-

нансового риска и, соответственно, снижению финансовой устойчивости.

Проведенное исследование позволило сделать следующие выводы.

1. Рентабельность активов должна быть выше средней расчетной ставки процента за привлекаемые кредитные ресурсы и средневзвешенной стоимости капитала.
2. Объем заимствования должен зависеть от прогнозируемой рентабельности активов.
3. Собственникам необходимо при распределении прибыли учитывать возможности стратегического развития предприятия.
4. Цена собственного капитала для сельскохозяйственных предприятий, как правило, ниже цены заемного.
5. Движение по матрице финансового левериджа должно осуществляться непрерывно, что позволит обеспечить максимальные темпы развития при приемлемом риске.
6. Целевым ориентиром при оптимизации структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности должна являться рентабельность собственного капитала.

Следовательно, модель по оптимизации структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности сельскохозяйственных предприятий может выглядеть следующим образом:

$$P_{ск} \rightarrow \max \begin{cases} Pa > PCП; \\ Pa > WACC; \\ a < \frac{ЗК}{СК} < b. \end{cases}$$

где

Pa – рентабельность активов;

PCП – расчетная ставка процента;

ЗК – заемный капитал;

СК – собственный капитал;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

a – нижняя граница коэффициента финансового риска;

b – верхняя граница коэффициента финансового риска.

a, b определяются исходя из текущего положения на матрице политики финансового левериджа, и прогнозируемой рентабельности активов.

Таблица 3

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА, ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ

Показатели	Цена собственного капитала, %				Цена заемного капитала, %				WACC, %				Экономическая добавленная стоимость, тыс.руб.			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
1. Колхоз «Большевик»	0	0	0	0	23,89	13,59	3,93	14,28	0,76	0,48	0,07	0,28	18827,7	18174,1	9475,38	2175,86
2. ЗАО «Победа»	0	0	0	0	6,68	7,66	10	9,36	2,62	2,25	3,19	3,24	8137,08	4801,08	1722,19	1321,58
3. Колхоз им. Куйбышева	0,74	0,64	0,44	0,64	14,97	12,65	12,9	14,89	1,38	1,19	0,82	1,19	11395,6	6550,72	9872,33	5679,54
4. ООО «Скрипнянская Нива»	11,59	14,91	14,71	11,87	4,96	7	7,04	4,55	6,95	9,53	9,52	6,58	7809,44	-2451,5	-1955,9	-1921,1
5. ЗАО «Манино»	0	0	0	0	16,36	22,65	0	0	0,93	0,92	0	0	14970,5	17701,1	16308,8	15854,2
6. ООО «Альянс»	7,77	1,59	0	0,38	27,98	16,67	0	65,08	11,95	2,83	0	0,74	2931,4	3436,07	4701,27	482,42
7. ООО «Нива»	17,76	13,61	12,94	11,45	21,22	22,15	21,47	9,77	19,28	16,74	16,03	10,57	4605,89	2414,42	8654,28	3929,85
8. ЗАО «Подгорное»	0,55	0,28	0,35	0,17	0	0	0	0	0,54	0,28	0,35	0,17	7449,49	34695,8	2543,34	8909,63
9. ООО «Майс»	2,28	4,18	14,94	7,04	16,77	42,47	23,62	10,88	3,87	7,49	16,79	8,35	9188,95	7568,64	-3722	-2039
10. ООО «Гранат»	0	59,8	0	7,32	0	0	0	0	0	59,8	0	7,32	5877,33	-386,21	1211,6	4065,21
11. ООО «Калинка»	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	52,98	58,73	82,61	338,91
12. ОАО «Калачемена Агро»	0	0	2,52	4,07	0	0	34,67	31,49	0	0	4,71	7,21	215,38	6478,82	561,76	3137,97
13. ЗАО «Маяк»	5,02	5,32	4,68	3,37	0	22,47	18,31	17,73	4,46	8,44	7,33	5,55	23274,7	4645,27	8612,93	-503,21
14. ЗАО «Средний Дон»	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	418,39	671,98	734,48	127,41
15. ООО «Замостье»	0	0	0	0	0	21,58	15,56	13,73	0	6,13	4,9	7,16	1960,25	949,01	280,28	156,56
16. ООО «Заря»	2,22	2,06	3,31	2,31	0	14,72	21,52	23,85	2,16	3,54	5,62	4,11	8879,22	8004,67	4994,21	4995,68
17. ООО «Красноселовское»	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3123,62	12230,5	10254,7	7526,25
18. ООО «Проминвест»	23,07	7,33	9,83	8,3	0	5,24	9,79	9,34	7,84	6,25	9,81	8,73	4217,97	7136,94	4522,97	5796,82
19. ООО «Факел»	0	0	0	2	0	0	54,53	15,57	0	0	2,43	3,47	6039,75	3181,44	1824,74	2698,2
20. СХА «Луч»	2,8	1,7	0,33	0	23,92	0	0	0	4,9	1,7	0,33	0	6740,75	5776,33	14121,2	6556,87

Оптимизация структуры финансового обеспечения инвестиционной деятельности с использованием представленного концептуального подхода позволит сельскохозяйственным предприятиям максимизировать рентабельность собственного капитала, при приемлемом уровне финансового риска.

Литература

1. Бланк И.А. Управление формированием капитала [Текст] / И.А. Бланк. – 2-е изд., стер. – М. : Омега-Л, 2008. – 512 с.
2. Бригхэм Ю. Финансовый менеджмент [Текст] : полный курс в 2 т. / Ю. Бригхэм, Л. Гапенски ; пер с англ. под ред. В.В. Ковалева. – Т. 2. – СПб. : Экономическая школа, 1997. – 669 с.
3. Деева А.И. Инвестиции [Текст] : учеб. пособие / А.И. Деева. – М. : Экзамен, 2004. – 320 с.
4. Загайнова Ю.В. Формирование структуры капитала коммерческого банка [Текст] : автореф. дисс. ... к.э.н. / Ю.В. Загайнова. – Новосибирск : Новосибирский гос. ун-т экономики и управления, 2006. – 21 с.
5. Инструменты финансового анализа [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа: <http://financial-analysis.ru>.
6. Маховикова Г.А. Инвестиционный процесс на предприятии [Текст] / Г.А. Маховикова, В.Е. Кантор. – СПб. : Питер, 2001. – 176 с.
7. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика [Текст] / Н.Б. Рудык. – М. : Дело, 2004. – 272 с.
8. Теплова Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика [Текст] : учеб. пособие / Т.В. Теплова. – М. : Министр, 1998. – 264 с.
9. Трескова Т.В. Финансирование сельскохозяйственных производственных кооперативов и оптимизация структуры капитала [Текст] : автореф. дисс. ... к.э.н. / Т.В. Трескова. – Ульяновск : Ульяновская ГСХА, 2008. – 25 с.
10. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. пособие / под ред. Е.И. Шохина. – М. : ФБК-ПРЕСС, 2005. – 408 с.

Ключевые слова

Оптимизация; финансовое обеспечение; инвестиционная деятельность; сельскохозяйственное предприятие; финансовый leverage; рентабельность; финансовый риск; концепция; кластеры; критерии; собственный капитал; заемный капитал.

Агибалов Александр Владимирович

Гончаров Андрей Николаевич

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность проблемы. Инвестиционная деятельность осуществляется за счет различных инвестиционных ресурсов. Вследствие этого перед предприятиями стоит задача определения такого их сочетания, которое позволит максимизировать эффективность различных их видов при приемлемом уровне финансового риска. Сельское хозяйство, в силу своей специфики, функционирует в условиях постоянного недостатка инвестиционных ресурсов, однако вопросы оптимизации структуры финансового обеспечения инвестиций сельскохозяйственных предприятий, не получили должного внимания в экономической науке. Актуальность работы определяется необходимостью дальнейшего научного осмысления процессов формирования финансового обеспечения сельскохозяйственных предприятий.

Научная новизна и практическая значимость. В статье представлен концептуальный подход к оптимизации структуры финансового обеспечения сельскохозяйственных предприятий, учитывающий, во взаимосвязи, финансовый риск и рентабельность активов. Практическая значимость данного подхода заключается в возможности его использования при разработке инвестиционной стратегии предприятия, что позволит максимизировать рентабельность собственного капитала при приемлемом уровне финансового риска.

Заключение. Рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

8.2. OPTIMIZATION CONCEPT OF FINANCIAL MAINTENANCE'S STRUCTURE OF INVESTMENT ACTIVITY OF THE AGRICULTURAL ENTERPRISES

A.V. Agibalov, Managing Chair of the Finance and the Credit Cand. Econ. Sci. the Senior Lecturer;
A.N. Goncharov, Post-Graduate Student of Chair of the Finance and the credit

*Voronezh state agrarian university
of the Name of Emperor Peter I*

The optimization concept of financial maintenance's structure of investment activity of the agricultural enterprises is presented in the article. The matrix of a financial leverage policy is developed. The optimization model of financial maintenance's structure of investment activity of the agricultural enterprises is generated.

Literature

1. I.A. Blanc. Management of capital formation. 2nd publication / I.A. Blanc. – M: Publishing house «the Omega – L», 2008. – 512 p.
2. U. Brigham, L. Gapenski. Financial management. A complete course in 2 volumes / Translation from English under editon of V.V. Kovalyova. S.Pb., Economicheskaya shkola, Vol. 2. 1997. – 669 p.
3. Deyeva A.I. Investment: the Manual / A.I.Deeva. – M: Examime, 2004. – 320 p.
4. J.V. Zagainova. The capital structure formation of commercial bank: the dissertation author's abstract on scientific degree competition / J.V. Zagajnova. – Novosibirsk.: Novosibirsk state university of economy and management, 2006. – 21 p.
5. G.A. Mahovikova. Investment process at the enterprise / G.A. Mahovikova, V.E. Kantor. – S.Pb.: Peter, 2001. – 176 p.
6. N.B. Rudyk. Capital structure of the corporations: the theory and practice / N.B.Rudyk. – M: Delo, 2004. – 272 p.
7. T.V. Teplova. Financial decision: strategy and tactics: the Manual / T.V.Teplova. – M: Publishing house «Minister», 1998. – 264 p.
8. T.V. Treskova. Financing of agricultural production co-operatives and capital structure's optimization: the dissertation author's abstract on scientific degree competition / T.V. Treskova. – Ulyanovsk.: Ulyanovsk SACA, 2008. – 25 p.
9. Financial management: the Manual / Under the editon of E.I. Shokhin. – M: ID FBK – The PRESS, 2005. – 408 p.
10. Tools of the financial analysis: an official site. – an access mode: <http://financial-analysis.ru>

Keywords

Optimization; financial maintenance; investment activity; the agricultural enterprise; financial leverage; profitability; financial risk; the concept; clusters; criteria; own capital; the extra capital.

Широбокос В.Г., д.э.н., проф., декан факультета бухгалтерского учета и финансов Воронежского государственного аграрного университета им. императора Петра I