

Федеральное государственное образовательное
бюджетное учреждение высшего образования
ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ

РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Уфимский филиал

Кафедра «Финансы и кредит»

ДИПЛОМНЫЙ ПРОЕКТ

на тему:

**Сравнительный анализ роли обыкновенных и привилегированных акций
и облигаций в финансировании компании
(на примере ПАО "Нижнекамскнефтехим")**

Исполнитель:

Имамутдинов Райхан Русланович

Курс: 3

Направление подготовки: 38.04.02
«Менеджмент»

Программа: «Финансовый менеджмент и рынок
капиталов»

Группа: 23МФ

№ зачетной книжки: 100.28/170847

Проверил: Белолипецв И.А.

г.Уфа – 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФИНАНСИРОВАНИЙ КОМПАНИИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.	5
1.1 Обыкновенные и привилегированные акции, как инструмент привлечения собственного капитала.....	5
1.2 Корпоративные облигации, как инструмент привлечения заемного капитала.....	13
1.3 Оптимальная структура капитала, как фактор темпа роста компании.	17
ГЛАВА 2 АНАЛИЗ РОЛИ ОБЫКНОВЕННЫХ И ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ В ФИНАНСИРОВАНИИ КОМПАНИИ.....	23
2.1 Техничко-экономическая характеристика организации ПАО «Нижекамскнефтехим».	23
2.2 Анализ финансового состояния организации.	32
2.3 Анализ цены и доля собственного капитала обыкновенных и привилегированных акции.	42
2.4 Анализ цены и доля заемного капитала.....	51
ГЛАВА 3 СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ.....	55
3.1 Разработка рекомендации по корректировке финансовой структуры капитала.....	55
3.2 Разработка экономико-математической модели по реализации предложенных рекомендации.....	66
3.3 Расчет экономического эффекта от предложенных рекомендации.....	68
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.	74
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	76

ВВЕДЕНИЕ

В современной экономике проблема привлечения различных источников финансирования стоит остро перед всеми фирмами. В данной работе мною будет рассмотрена специфика финансирования предприятия с помощью акции и облигации, а также методы определения оптимальной структуры капитала. Тема данной работы является актуальной, так как акционерная организационно-правовая форма характерна для все большего количества предприятий в экономике и, в принципе, в настоящий момент является преобладающей.

Основной проблемой, возникающей при определении оптимальной структуры капитала, является необходимость учета большого числа факторов, которые могут существенно влиять на оптимальность такой структуры. Суть проблемы заключается в том, что решение об оценке предприятия осуществляется в разных условиях, в том числе при различных схемах финансирования – может использоваться как собственный, так и заемный капитал.

Объектом исследования в данной работе является влияние финансовой структуры капитала на финансовые показатели компаний, соответственно предметом исследования служит анализ роли использования акции и облигации в финансировании капитала предприятия на примере ПАО «Нижнекамскнефтехим». Основами метода исследования данной курсовой работы являются сбор, обработка и анализ информации по заданной тематике. Этот метод выбран как наиболее приемлемый в связи с описательным характером работы.

При написании ВКР использовались учебники, учебные пособия и монографии ученых экономистов, в том числе: И.Я.Лукаевича, С.И. Крылова, Л.П. Павлова, А.Ю.Медведевой, В.Д.Кузнецова, И.А.Бузовой, Н.В. Парушина, В.В.Ковалева, Г.П.Подшиваленко, П.Е. Смекалова, Н.И.Лахметкиной,

М.В.Чиненова, М.И.Римера, Л.Н. Чечевицина и других, а также различные статьи из периодических изданий и Интернет.

Целью данной работы является исследование влияния структуры капитала на финансовые показатели предприятия и разработка мероприятий по совершенствованию финансовой структуры организации.

В соответствии с поставленной целью можно выделить следующие конкретные задачи, поставленные в данной работе.

В первой главе рассматриваются теоретические особенности долговых и долевого ценных бумаг.

Во второй главе проводится комплексный анализ финансово-хозяйственной деятельности компании ПАО «Нижекамскнефтехим».

В третьей главе рассматриваются методы оптимизации структуры капитала предприятия и осуществляется попытка выработки рекомендации, которые позволят улучшить финансовые показатели компании на примере ПАО «Нижекамскнефтехим».

В конце работы сформировано заключение по результатам проведенного исследования

ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФИНАНСИРОВАНИЙ КОМПАНИИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.

1.1 Обыкновенные и привилегированные акции, как инструмент привлечения собственного капитала.

Основные определения и понятия, приведены в данной выпускной квалификационной работе в соответствии с законодательством Российской Федерации. Основные определения и операции, связанные с акциями, в частности привлечение капитала, регулируются следующими законами:

Гражданский Кодекс Российской Федерации от 21 октября 1994 г. №51-ФЗ;

«О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон РФ от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ; «Об акционерных обществах»: Федеральный закон РФ от 26 декабря 1995 г. №208ФЗ

Во второй статье Федерального закона «О рынке ценных бумаг» приводится определение термина акции из которого следует, что Акция – это ценная бумага, выпущенная эмитентом, которая закрепляет за акционером (владельцем данной акции) право на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении предприятием, а также на часть имущества, остающегося после ликвидации акционерного общества предприятия [5]. Значение данного определения более полно раскрывается в других законах и нормативных актах РФ.

Гражданский кодекс Российской Федерации гласит, что ценные бумаги представляют собой разновидность вещей и являются движимым имуществом. Определение ценной бумаги, а также общие положения, касающиеся ценных бумаг, даны в 7 главе ГК РФ. Согласно этой главе, «ценными бумагами являются документы, установленные законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов (документарные

ценные бумаги). Ценными бумагами признаются также обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав (бездокументарные ценные бумаги)» [2]. Форма и обязательные реквизиты установлены в законе «О рынке ценных бумаг». Акция является именной ценной бумагой. Именные эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами. При бездокументарной форме акций, владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо [5].

Акция является эмиссионной бумагой, поэтому акции должны размещаться выпусками, имеют равный объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени их приобретения [5]. Для акции характерна неделимость, т.е. совместное владение акцией не связано с делением прав между собственниками, все они выступают как одно лицо. Акции могут расщепляться (сплит) и консолидироваться (обратный сплит). При расщеплении одна акция превращается в несколько. Эмитент прибегает к подобной практике при необходимости увеличения предложения акций данного вида. При расщеплении величина уставного капитала не изменяется. При консолидации число акций уменьшается, что может привести к росту их рыночной цены. Их номинальная стоимость возрастает, а размер уставного капитала также остается прежним. Владельцы акций также получают новые сертификаты взамен изымаемых, в которых будет указано другое число новых акций. Если при осуществлении преимущественного права на приобретение акций, продаваемых акционером закрытого общества, при осуществлении преимущественного права на приобретение дополнительных акций, а также при консолидации акций приобретение акционером целого числа акций невозможно, образуются части акций (дробные акции). Дробная акция

предоставляет акционеру - ее владельцу права, предоставляемые акцией соответствующего типа, в объеме, соответствующем части целой акции, которую она составляет. Для целей отражения в уставе общества общего количества размещенных акций все размещенные дробные акции суммируются. В случае, если в результате этого образуется дробное число, в уставе общества количество размещенных акций выражается дробным числом. Дробные акции обращаются наравне с целыми акциями. В случае, если одно лицо приобретает две и более дробные акции одного типа, эти акции образуют одну целую или дробную акцию, равную сумме этих дробных акций.

Права владельца акций на получение дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации не имеет срока существования, т.е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует акционерное общество.

Существует разделение акции в зависимости от объема прав на обыкновенные и привилегированные (преференциальные). Обыкновенные акции предоставляют их держателям следующие права: право голоса на собрании акционеров (может быть передано по доверенности другому лицу); право на получение дивидендов, размер которых не ограничен в зависимости от прибыли АО; право на долю имущества при банкротстве и ликвидации АО (после удовлетворения имущественных требований заимодавцев). Привилегированные акции предоставляют их владельцам следующие преимущественные права: право на первоочередную в сравнении с обыкновенными акциями выплату дивидендов; право на приоритетное удовлетворение имущественных претензии при ликвидации АО (после всех кредиторов и облигационеров); право голоса в тех случаях, когда это предусмотрено законодательством.

Предприятие может выпускать несколько разных типов привилегированных акций. В уставе общества должны быть определены размер дивиденда и стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества, а

также очередность выплат по привилегированным акциям каждого типа. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций или иным образом, если уставом общества установлен порядок их определения.

Условная классификация привилегированных акции представлена на рисунке 1.



Рисунок 1. Виды привилегированных акции.

Уставом общества может быть предусмотрена конвертация привилегированных акций определенного типа в обыкновенные акции или привилегированные акции иных типов (конвертация в другие ценные бумаги не допускается). Конвертация может происходить по требованию акционеров или в определенный (в уставе) срок. В этом случае уставом общества на момент принятия решения, являющегося основанием для размещения конвертируемых привилегированных акций, должны быть определены порядок их конвертации, в том числе количество, тип акций, в которые они конвертируются. Изменение указанных положений устава общества после принятия решения не допускается. У акционерного общества должны

существовать объявленные акции в количестве соответствующем объему обязательств по конвертации. По возможности накопления невыплаченных дивидендов: кумулятивные и некумулятивные. Уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям определенного типа, размер которого определен уставом, накапливается и выплачивается не позднее срока, определенного уставом (кумулятивные привилегированные акции). Если уставом общества такой срок не установлен, привилегированные акции кумулятивными не являются.

По способу начисления дивидендов: фиксированный дивиденд, акции с плавающим дивидендом, акции с участием и корректируемый дивиденд.

Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций. Могут выпускаться гарантированные привилегированные акции. Такие акции могут быть выпущены дочерними предприятиями. В этом случае дивиденд по привилегированным акциям гарантируется репутацией вышестоящей организации. Это делается для того, чтобы повысить интерес в глазах инвесторов к акциям дочернего предприятия.

Общество вправе размещать один или несколько типов привилегированных акций. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 % от уставного капитала общества. Если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определен размер дивиденда, уставом общества должна быть также установлена очередность выплаты дивидендов по каждому из них.

Акция является долевой ценной бумагой, поэтому держатели акций владеют долей компании и принимают риски пропорциональные количеству акций в собственности. Акционерное общество не обязано возвращать инвесторам их капитал, вложенный в покупку акций. Покупка ими акций рассматривается как долгосрочное финансирование затрат эмитента

держателями акций. Собственником всего имущества является само акционерное общество, т.е. юридическое лицо. Акционер не может напрямую изъять свою долю в акционерной собственности. Получить вложенные средства он может только путем продажи имеющихся у него акций, или при ликвидации предприятия. Хотя законом предусматриваются случаи, когда акционеры - владельцы голосующих акций вправе требовать выкупа всех или части принадлежащих им акции, если затрагиваются их имущественные права. Например, если они голосовали против решения о реорганизации акционерного общества, против совершения крупной сделки или не принимали участия в голосовании, но эти решения приняты. Таким образом, можно рассматривать капитал, вложенный в акции как предоставленный акционерному обществу в бессрочное пользование.

Одним из ключевых параметров оценки источника финансирования является его стоимость для предприятия. Стоимость использования акций, как инструмента привлечения капитала, составляют издержки на первичное привлечение (эмиссию) и сумма средств, которую предприятие должно регулярно платить за пользование данным источником средств (выражается дивидендными выплатами).

Расходы на размещение акции довольно сложно оценить – это зависит от большого количества факторов, однако в 36 статье Федерального закона «Об акционерных обществах» сказано, что размер вознаграждения посредника, участвующего в размещении дополнительных акций общества посредством подписки, не должен превышать 10% цены размещения акций [6].

Плата за постоянное пользование данным источником финансирования выражается в дивидендах. Дивиденды представляют собой часть чистой прибыли компании, которую собственник может получить в соответствии со своей долей в компании. Источником выплаты дивидендов является прибыль общества после налогообложения (чистая прибыль общества). Чистая прибыль общества определяется по данным бухгалтерской отчетности общества.

Дивиденды по привилегированным акциям определенных типов также могут выплачиваться за счет ранее сформированных для этих целей специальных фондов общества. На выплату дивидендов может быть израсходована часть чистой прибыли, которая устанавливается советом директоров. В обществе создается резервный фонд в размере, предусмотренном уставом общества, но не менее 5% от его уставного капитала [6]. Резервный фонд общества формируется путем обязательных ежегодных отчислений до достижения им размера, установленного уставом общества. Размер ежегодных отчислений предусматривается уставом общества, но не может быть менее 5 % от чистой прибыли до достижения размера, установленного уставом общества. Резервный фонд общества предназначен для покрытия его убытков, а также для погашения облигаций общества (при наличии) и выкупа акций общества в случае отсутствия иных средств. Дивиденды могут выплачиваться как из чистой прибыли отчетного периода, так и из нераспределенной прибыли прошлых лет. Дивиденд не может быть больше рекомендованного советом директоров и меньше суммы выплаченных промежуточных дивидендов. Дивиденды выплачиваются деньгами или по усмотрению общества иным имуществом (в том числе собственными акциями или акциями дочерних предприятий).

Если дивиденды выплачиваются собственными акциями, то такая практика носит название «реинвестирование» или «капитализация доходов». С точки зрения теории выплата дохода собственными акциями не может считаться дивидендом, так как они не представляют часть чистой прибыли. Однако в мировой и российской практике выплата дивидендов собственными акциями довольно распространена. При этом дивиденд устанавливается либо в процентах к одной акции, либо выплачивается самими акциями в определенной пропорции к определенному их числу с учетом даты приобретения. В этом случае компания решает сразу несколько задач: выплата дивидендов, увеличение акционерного капитала, снижение риска «размывания» акционерного капитала. Реинвестирование прибыли

способствует росту цены акций фирмы только в том случае, если невыплаченная прибыль реинвестируется в проекты с доходностью, превышающей рентабельность собственного капитала фирмы. Стоит также отметить, что в последнее время на западе приобрела популярность форма вознаграждения акционеров в виде обратного выкупа (байбэк) акции с последующим гашением [20].

Ставки по заемным средствам могут колебаться, поэтому предприятию не выгодны бессрочные обязательства по выплате дивидендов по привилегированным акциям. В связи с этим привилегированные акции нередко имеют ограниченный срок обращения. Для них существует возможность постепенного погашения выпуска, для чего в проспекте эмиссии предусматривается создание фонда погашения. Для достижения тех же целей возможен выпуск привилегированных акций с условием их конвертации в обыкновенные акции.

Для поддержания репутации компании важна определенная предсказуемость и стабильность дивидендной политики. Динамика величины дивиденда важна для оценок возможных перспектив развития акционерного общества. Сведения о резких изменениях в отношении выплаты дивидендов может крайне негативно сказаться на котировках акций компании. Например, если акционерное общество выплачивало определенный дивиденд, а затем увеличило его существенным образом, то такое положение заслуживает пристального внимания инвестора. Данная ситуация может возникнуть по двум причинам. Во-первых, значительно возросли прибыли предприятия. Во-вторых, дивиденды увеличились потому, что руководство акционерного общества не располагает серьезными планами дальнейшего развития производства. Поэтому прибыль не направляется на самофинансирование, а выплачивается в качестве дивидендов. Такое положение вещей можно рассматривать как негативное. Если у акционерного общества нет перспективных инвестиционных проектов, то в дальнейшем прибыль

компания скорее всего упадет, и инвестору следует подумать о том, чтобы продать акции.

Акционерный тип финансирования требует немало расходов по его созданию и реализации, кроме того подготовка и проведение эмиссии занимают продолжительное время, поэтому к этому источнику прибегают в основном в случае необходимости мобилизации крупного капитала для реализации проектов, имеющих для компании стратегически важное значение. При принятии решения о целесообразности привлечения средств с помощью акций следует учитывать следующие факторы: цель привлечения финансовых средства, уровень текущей финансовой зависимости компании и текущее состояние экономики и конъюнктуру рынка. Следует также заметить, что включение акций компании в котировальные листы биржи предоставляет ей дополнительный доступ к другим источникам рынка капитала.

1.2 Корпоративные облигации, как инструмент привлечения заемного капитала.

За последнее десятилетие топ-менеджмент отечественных компаний стал уделять особое внимание такому инструменту привлечения инвестиций, как выпуск облигационных займов. Этот метод считается одним из самых надежных для укрепления деловой репутации и создания кредитной истории компании, поскольку, размещение и последующая организация вторичного рынка корпоративных облигаций позволяют компании привлекать капитал по приемлемым ставкам, а также вполне самостоятельно и эффективно управлять долгом, что затруднительно при привлечении банковских кредитов.

Точкой отсчета появления корпоративных облигации (КО) на российском фондовом рынке принято считать конец 90-х гг. прошлого века, когда, по мнению большинства аналитиков, в данном секторе сложились

благоприятные условия для начала активной деятельности эмитентов, организаторов торговли и андеррайтеров.

Первопроходцами данного рыночного сегмента по праву считаются такие крупные российские предприятия, как ОАО "НК "ЛУКОЙЛ", ОАО "Газпром" и РАО "ЕЭС России". Все они впервые разместили выпуски своих корпоративных облигаций на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ). В Петербурге корпоративные облигации размещались на Санкт-Петербургской валютной бирже (СПВБ) и первым здесь стал ОАО "Международный банк Санкт-Петербурга".

По мнению большинства экспертов, занятых изучением проблематики развития рынка корпоративных облигаций, основным сдерживающим моментом в его формировании было существование до 1998 года рынка ГКО, предлагавшего инвесторам доходности, не сравнимые с теми, какие могли себе позволить эмитенты. Предприятию было целесообразнее осуществить заимствование путем привлечения кредита, нежели выпускать корпоративные облигации. Однако после печально известного августа 1998 года, когда Правительство РФ и Центробанк объявили технический дефолт по основным видам государственных ценных бумаг, ситуация стала меняться и появились возможности для маневра при организации рынка КО.

Важным фактором, ускорившим развитие рынка корпоративных облигаций стал механизм реструктуризации обязательств государства перед нерезидентами - держателями ГКО-ОФЗ. В соответствии с ним основная часть получаемых ими средств в течение длительного времени не могла быть репатрирована. Она аккумулировалась на счетах типа "С" с возможностью инвестирования в финансовые инструменты, номинированные в рублях. В результате на счетах типа "С" скопилось порядка \$5 млрд, которые стали одним из важнейших источников финансирования эмиссий российских корпоративных облигаций в 1999 году. Именно на эти категории инвесторов были в значительной степени рассчитаны эмиссии корпоративных облигаций ОАО "Газпром", ОАО "ЛУКОЙЛ", АК "АЛРОСА", ОАО "Тюменская

нефтяная компания" и РАО "ЕЭС России", выпущенных во второй половине 1999 года.

Далее эмитенты, в число которых в период с 2000-ого по 2001 годы, помимо естественных монополистов, вошли также коммерческие банки, телекоммуникационные компании, предприятия металлургии и других отраслей экономики, стали все больше ориентироваться на внутренних инвесторов.

Основной тенденцией изменений в организационно-финансовых схемах займов стал переход от выпуска облигаций, индексируемых в соответствии с ростом курса доллара, к выпуску рублевых инструментов с фиксированным купоном или купоном, привязанным к рублевой ставке (доходности ОФЗ, ставки рефинансирования ЦБ РФ).

Политика эмитентов в повышении привлекательности своих ценных бумаг в дальнейшем привела к постепенному увеличению числа сравнительно ликвидных выпусков облигации.

С точки зрения заемщика основные преимущества выпуска корпоративных облигаций состоят в следующем:

- возможность привлечения значительных объемов ресурсов на длительный срок (более пяти лет), что позволяет финансировать инвестиционные проекты с длительным циклом воспроизводства;
- сохранение действующими владельцами акций корпоративного контроля, что выгодно отличает корпоративные облигации от таких долевого инструмента, как акции;
- более низкая стоимость заимствования, которая возникает за счет обращения к широкому кругу инвесторов, что позволяет привлекать заемный капитал по вполне приемлемым рыночным ставкам;
- формирование кредитной истории и кредитного рейтинга эмитента, что способствует повышению имиджа компании со стороны будущих инвесторов и позволяет размещать новые займы уже на более выгодных условиях; данное

преимущество является далеко не последним при принятии топ-менеджментом компании решения о выпуске корпоративных облигаций;

- возможность управления долгом путем покупки и продажи облигаций на вторичном рынке, однако для этого необходим достаточный объем обращающихся бумаг и достаточное количество инвесторов;

- минимизация транзакционных издержек, а также рисков, связанных с подделкой и хищением за счет бездокументарной формы эмиссии облигаций (в российской практике до сих пор часто встречаются выпуски облигаций в документарной форме), особая роль при размещении облигаций отводится бирже как организатору торговли и андеррайтерам.

С точки зрения инвестора, корпоративные облигации обеспечивают:

- оперативность управления высоколиквидным инвестиционным портфелем за счет возможности реализации бумаг на вторичном рынке;

- участие в долговом финансировании первоклассных заемщиков;

- улучшение качества инвестиционного портфеля за счет эффективной диверсификации.

К основным ограничениям развития рынка корпоративных облигаций относится длительный срок подготовки проспекта эмиссии и его регистрации в государственных органах, что не позволяет эмитентам оперативно подстроиться под изменившуюся конъюнктуру и предложить рынку структуру и доходность облигации, которая была бы интересна потенциальным инвесторам в момент размещения выпуска. Также стоит упомянуть о государственной пошлине, который эмитент обязан уплатить при регистрации проспекта эмиссии [43].

Специалисты положительно оценивают перспективы развития рынка корпоративных облигаций. Прогнозируется, что к концу 2019 года объем размещения может составить порядка 2,000 млрд рублей (см. рисунок 2), а число обращающихся на рынке выпусков может увеличиться до 400-450. При благоприятном развитии событий в течение ближайших двух-трех лет

корпоративный рынок облигации может достичь 60% всего рынка существенно потеснив по объемам рынок государственных ценных бумаг.



Рисунок 2. Объем размещения корпоративных облигации в 2017-2019 гг. (в млрд. руб.). Источник: расчеты БК "РЕГИОН" [17]

Позитивным моментом также может служить и информация о том, что за последние несколько лет серьезно увеличилось количество уникальных счетов граждан, обладающих брокерскими счетами, что с учетом более низких ставок на банковских вкладах может послужить триггером роста вложения домохозяйств в облигации путем перетока денежных средств с банковских депозитов. Данная тенденция является следствием снижения ключевой ставки ЦБ РФ, что прямым образом влияет на стоимость привлечения вкладов финансовыми организациями. [64]

1.3 Оптимальная структура капитала, как фактор темпа роста компании.

Структура капитала – это соотношение между различными источниками капитала используемые для долгосрочного финансирования инвестиционной деятельности предприятия. Оптимальная структура капитала – это такое

сочетание долговых обязательств и собственного капитала, которое максимизирует общую стоимость компании.

Признаки оптимальности:

- если соотношение долговых обязательств и собственного капитала ниже оптимального уровня, то замена долговыми обязательствами акций снижает стоимость привлеченного капитала. Долговые обязательства дешевле акций;

- если данное соотношение выше оптимального значения, то увеличение доли заемного капитала будет вызывать повышение стоимости собственного капитала и привлеченных средств. Компания должна уменьшить использование долговых обязательств;

Под оптимальной структурой капитала будет пониматься такое соотношение между собственным и заемным капиталом, которое обеспечивает оптимальное сочетание риска и доходности и, следовательно, максимизирует цену акции.

Цель управления структурой капитала - минимизировать затраты по привлечению долгосрочных источников финансирования и тем самым обеспечить владельцам капитала максимальную рыночную оценку вложенных ими денежных средств. Однако не всегда целевая структура капитала является оптимальной. Ряд факторов накладывает отпечаток на конкретный выбор руководством целевой структуры. Назовем четыре основных фактора:

- оценка коммерческого риска, т.е. риска, присущего используемым реальным активам.

- оценка налоговых условий.

- необходимость сохранения финансовой гибкости, т.е. сохранения возможности и далее привлекать заемный капитал на тех же условиях.

- стиль финансового руководства: консервативная или агрессивная финансовая политика.

- изменение условий функционирования корпорации ведет к изменению целевой структуры капитала.

Другие факторы, оказывающие влияние на стоимость капитала:

- 1) налоги – оптимальной структурой капитала является такая, при которой налоговые льготы эквивалентны ожидаемым издержкам банкротства;
- 2) издержки посредничества (управление);
- 3) сигналы рынка;
- 4) влияние гипотезы неофициальной иерархии источников финансирования;
- 5) управление стратегическим риском, как может повлиять денежная политика на будущую стоимость денежного потока.

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе управления его формированием при создании предприятия. Процесс оптимизации структуры капитала предприятия осуществляется по следующим этапам:

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

- коэффициент автономии.
- коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования).
- коэффициент долгосрочной финансовой независимости.
- коэффициент соотношения долго- и краткосрочной задолженности.

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:

- период оборота капитала.
- коэффициент рентабельности всего используемого капитала.
- коэффициент рентабельности собственного капитала.
- капиталододача.
- капиталоемкость реализации продукции.

2. 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.
- стадия жизненного цикла предприятия.
- конъюнктура товарного рынка.
- конъюнктура финансового рынка.
- уровень рентабельности операционной деятельности.
- коэффициент операционного левеиджа.
- отношение кредиторов к предприятию.
- уровень налогообложения прибыли.
- финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия.
- уровень концентрации собственного капитала.

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

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

5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков. Учет фактора риска в процессе управления капиталом предприятия сопровождается подготовкой практически всех управленческих решений.

6. Формирование показателя целевой структуры капитала. Процесс оптимизации предполагает установление целевой структуры капитала.

Понятие "структура капитала" носит неоднозначный дискуссионный характер и поэтому требует четкого детерминирования. В наиболее общем виде это понятие характеризуется всеми зарубежными и отечественными экономистами как соотношение собственного и заемного капитала предприятия. Вместе с тем при рассмотрении как собственного, так и заемного капитала предприятия отдельными экономистами в них вкладывается отдельное экономическое содержание.

На современном этапе существенная часть экономистов склоняется к мнению, понятие "структура капитала" должно рассматривать все виды собственного и заемного капитала. При этом в составе собственного капитала должен рассматриваться не только первоначально инвестированный его объем (акционерный, паевый, или индивидуальный капитал, формирующий уставный фонд предприятия), но и накопленная в дальнейшем его часть в форме различных резервов и фондов, а также предполагаемая к реинвестированию вновь сформированная прибыль (нераспределенная прибыль).

Соотношение всех форм собственных и заемных финансовых средств, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов, представляет собой структуру капитала предприятия.

Собственный капитал является финансовой основой предприятия. Он характеризует общую стоимость средств предприятия, принадлежащих ему на правах собственности и используемых им для формирования определенной части его активов.

Эффективное использование собственного капитала, обеспечивающее развитие предприятия, в большей степени зависит от источников формирования собственных ресурсов. В составе внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. С точки зрения финансовой характеристики хозяйствующего субъекта имеет значение не вся его прибыль и даже не чистая прибыль, а только её накопленная часть.

Определённую роль в составе внутренних источников играют также амортизационные отчисления, особенно на предприятиях с высокой стоимостью используемых собственных основных средств и нематериальных активов. На таких предприятиях создаётся фонд амортизационных отчислений, являющийся составной частью собственного капитала. В качестве финансовых резервов используются только остатки амортизационного фонда как разницу между накопленной и израсходованной его суммами. Но эти средства сумму собственного капитала предприятия не увеличивают, а лишь являются средством его реинвестирования.

Прочие внутренние источники не играют заметной роли в формировании собственных финансовых ресурсов предприятия. К ним можно отнести увеличение собственного капитала за счёт средств от переоценки основных фондов.

ГЛАВА 2 АНАЛИЗ РОЛИ ОБЫКНОВЕННЫХ И ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ В ФИНАНСИРОВАНИИ КОМПАНИИ.

2.1 Техничко-экономическая характеристика организации ПАО «Нишкекамскнефтехим».

ПАО «Нишкекамскнефтехим» - одна из крупнейших нефтехимических компаний Европы, занимает лидирующие позиции по производству синтетических каучуков и пластиков в Российской Федерации. Входит в Группу компаний ТАИФ. Основные производственные мощности расположены в г. Нишкекамске, Татарстан. Компания основана в 1967 году.

Производственный комплекс ПАО «Нишкекамскнефтехим» включает в себя 8 заводов основного производства, центры (в том числе научно-технологический, проектно-конструкторский), а также вспомогательные цеха и управления.

В настоящее время ПАО "Нишкекамскнефтехим" – лидер по выпуску изопренового каучука (доля на мировом рынке 45,1%) и третий в мире поставщик бутиловых каучуков (16,4%). В ближайшей перспективе развитие в области производства синтетического каучука планируется за счет увеличения выпуска изопренового и галобутиловых каучуков и освоения промышленного выпуска функционализированного дивинил-стирольного каучука.

«Нишкекамскнефтехим» - второй по величине производитель пластиков в России, единственный отечественный продуцент линейного полиэтилена низкой плотности, ведущее предприятие по производству и поставкам на российский рынок сополимеров пропилена и высокотехнологичной продукции на основе олефинов.

«Нишкекамскнефтехим» - единственный крупнотоннажный отечественный производитель простых полиэфиров на основе окиси пропилена и единственный в России и СНГ изготовитель тримеров и

тетрамеров пропилена, неионогенных поверхностно-активных веществ (ПАВ) на основе алкилфенолов, второй крупнейший поставщик на российский рынок окиси этилена и этиленгликолей.

В ассортименте выпускаемой продукции - более 120 наименований. Основу товарной номенклатуры составляют:

- синтетические каучуки (общего и специального назначения);
- пластики (полистирол, полипропилен, полиэтилен и АБС-пластик);
- мономеры, являющиеся исходным сырьем для производства каучуков и пластиков;
- другая нефтехимическая продукция (окись пропилена, окись этилена, альфа-олефины, поверхностно-активные вещества (ПАВ) и т.п.). [56]

Благоприятное географическое расположение, наличие развитой сети автомобильных и железнодорожных дорог обеспечивают высокую надежность и своевременность доставки продукции компании отечественным и зарубежным потребителям.

Выработанная в компании стратегия развития предприятия, занимающего ведущее положение в нефтегазохимическом комплексе Республики Татарстан, наличие высококвалифицированных кадров и мощной производственной базы являются гарантией дальнейшей успешной работы ПАО «Нижнекамскнефтехим» [56].

ПАО «Нижнекамскнефтехим» видит свою миссию в полном удовлетворении требований потребителей, освоении новых и развитие существующих рынков, получении максимальной прибыли для развития компании и выполнения всех социальных обязательств.

Таблица 1 - Общие сведения о ПАО «Нижнекамскнефтехим» на 12.04.2019

Наименование реквизита	Значение реквизита
Полное фирменное наименование на русском языке	Публичное акционерное общество «Нижнекамскнефтехим»
Сокращенное фирменное	ПАО «Нижнекамскнефтехим»

наименование Компании	
Почтовый адрес общества	Ул. Соболековская, здание 23, оф. 129, г. Нижнекамск, Нижнекамский муниципальный район, Республика Татарстан, Российская Федерация, 423574.
Сайт организации	http://www.nknh.ru/
Устав	Утвержден 12.04.2019
Уставный капитал	1830239750 руб. разделен на 1611256000 обыкновенных именных и 218983750 привилегированных акции номинальной стоимостью 1 руб. каждая. Общество вправе размещать дополнительно к размещенным акциям 27400000000 обыкновенных именных акций и 218983750 привилегированных именных акции, номинальной стоимостью 1 рубль каждая.
Структура управления:	
Высший орган управления	Общее собрание акционеров
Орган управления от имени акционеров	Совет директоров общества
Единоличный исполнительный орган	Генеральный директор
Коллегиальный исполнительный орган	Правление

Источник: Устав ПАО «Нижнекамскнефтехим» [56]

Стратегические цели компании согласуются со стратегией развития химического и нефтехимического комплекса России и стратегией социально-экономического развития Республики Татарстан до 2030 года и направлены на увеличение передела углеводородного сырья в новые продукты, расширение марочного ассортимента и улучшение качества продукции.

Отправные точки стратегического развития компании определены до 2025 года. Первый этап программы рассчитан до 2021 года и включает в себя строительство этиленового комплекса мощностью 600 тысяч тонн и его производных, а также масштабное увеличение производства каучуков и сырьевой базы для них. Второй этап, рассчитанный до 2025 года, предполагает создание еще одного производства этилена мощностью 600 тысяч тонн и

продуктов на его основе. Суммарная мощность производства этилена в ПАО «Нижекамскнефтехим» в 2025 году должна достигнуть 1 миллиона 800 тысяч тонн. На базе этиленовой составляющей будет развиваться вся промышленная площадка компании.

Будущий олефиновый комплекс, с учетом уже имеющихся мощностей по выпуску этилена, позволит компании упрочить ведущие позиции в РФ в этом сегменте нефтехимической отрасли [56].

В таблице 2 и 3 отражена динамика основных финансовых и технико-экономических показателей деятельности ПАО «Нижекамскнефтехим» за 2016-2018 гг.

Таблица 2 – Динамика финансовых результатов ПАО «НКНХ», млн. рублей

Показатели	Год			Абсолютное отклонение, +/-		Относительное отклонение, %		
	2016	2017	2018	2017/2016	2018/2017	2017/2016	2018/2017	2018/2016
Выручка	158 798	167 628	193 859	8 830	26 231	5,56	15,65	22,08
Себестоимость	-108846	-118963	-147436	-10 117	-28 473	9,29	23,93	35,45
Валовая прибыль (убыток)	49 952	48 665	46 423	-1 287	-2 242	2,58	4,61	7,06
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	-17 051	-17 852	-15 967	-801	1 885	4,70	-10,56	-6,36
Прочие операционные расходы	-1 976	-81	-811	1 895	-730	-95,90	901,23	-58,96
Операционная прибыль	30 732	30 925	29 645	193	-1 280	0,63	-4,14	-3,54
Процентные доходы	1 298	1047	739	-251	-308	-19,34	-29,42	-43,07
Процентные расходы	-149	-125	-99	24	26	-16,11	-20,80	-33,56
Убыток от реализации дочерней компании	-	-269	-	-269	269	-	-100,00	-
Переоценка фин. активов, оцениваемых по справедливой стоимости, с признанием ее изменения в прибылях и убытках	-	-	-51	0	-51	-	-	-
Прибыль от курсовых разниц, нетто	-856	89	1146	945	1057	-110,40	1187,64	-233,88

Доля в прибыли ассоциированных компаний	-64	70	86	134	16	-209,38	22,86	-234,38
Прибыль до налогообложения	31 154	31 544	31 466	390	-78	1,25	-0,25	1,00
Расход по налогу на прибыль	-6 821	-6 693	-6 684	128	9	-1,88	-0,13	-2,01
Прибыль за год	24 333	24 851	24 782	518	-69	2,13	-0,28	1,85
Прочий совокупный доход	18	-177	130	-195	307	-1083,3	-173,45	622,2
Итого совокупный доход	24 351	24 674	24 782	323	108	1,33	0,44	1,77
Базовая разводненная прибыль на акцию (в рос. рублях)	13,26	13,55	13,49	0,29	-0,06	2,19	-0,44	1,73

Таблица 3 - Основные технико-экономические показатели деятельности ПАО
«Нижекамскнефтехим»

№ п/п	Показатели	2016	2017	2018
1	Выручка, млн. руб.	153412,7	162148,6	188900,6
2	Рост (падение) к предыдущему году, %	+1,9%	+5,7%	+16,5%
3	в т.ч. экспорт собственной продукции, млн. руб.	72906,2	81167,0	93100,7
4	Прибыль от продаж, млн. руб	49952	46423	48665
5	Операционная прибыль, млн. руб	30925	30732	29645
6	Прибыль до налогообложения	31154	31544	31466
7	Чистая прибыль, млн. руб.	24333	24851	24782
8	Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации, (ЕБИТДА), млн. руб.	36187	36282	36590
9	Прибыль до вычета процентов и налогов, (ЕБИТ), млн. руб.	31210	31592	31489
10	Численность персонала на предприятии, чел.	15361	14930	14432
11	Среднемесячная оплата труда, руб	45478	48118	50199

В 2018 году реализовано продукции, товаров и услуг на сумму 188900,6 млн. руб. Рост выручки по сравнению с 2016 и 2017 гг. составил 8735,9 млн.

руб. и 26752,0 млн. руб. соответственно. Выручка от экспорта собственной продукции составила 93100,7 млн. руб., что на 27,7% больше в сравнении с 2016 годом.

Прибыль от продаж в 2018 г. составила 48665,0 млн. руб., в 2016 г. – 49952,0 млн. руб. Наблюдается небольшое уменьшение валовой прибыли вследствие роста себестоимости.

Прослеживается незначительное увеличение прибыли до налогообложения за 2016-2018 гг. – на 1,0%, также за анализируемый период наблюдается увеличение чистой прибыли, которая составляет 24782 млн. руб., это на 449,0 млн. руб. больше, чем в 2016 году.

За период 2016-2018 гг. отмечено сокращение численности персонала, что обусловлено фактами проведенных и планируемых к проведению мероприятий по оптимизации численности административно-управленческого персонала ПАО «НКНХ».

Вместе с сокращением числа работников ПАО «НКНХ» наблюдается рост среднемесячной заработной платы в 2018 году по сравнению с 2016 годом на 10%.

Показатели численности персонала и динамику изменения среднемесячной заработной платы ПАО «Нижнекамскнефтехим» за период 2016-2018 гг. более наглядно можно увидеть на рисунке 3.



Рисунок 3 - Показатели численности персонала и среднемесячной оплаты труда ПАО «Нижнекамскнефтехим» за период 2016-2018 гг.

Более наглядно динамику основных экономических показателей деятельности предприятия можно увидеть на диаграмме «Динамика основных экономических показателей ОАО «Нижнекамскнефтехим» за 2016-2018 гг.» на рисунке 4.



Рисунок 4 - Динамика основных экономических показателей деятельности ПАО «Нижнекамскнефтехим» за 2016-2018 гг.

ПАО «Нижнекамскнефтехим» является одним из крупнейших производителей и экспортеров нефтехимической продукции в Российской Федерации. В 2018 году доля продаж продукции за рубеж в общей выручке составила 49,2% отгруженной продукции (в денежном выражении).

Ключевыми продуктами для НКНХ остаются каучуки и пластики, реализация которых увеличилась на 12,5 млрд рублей и в натуральном выражении составила 1,433 млн тонн суммарно. Было реализовано 716 тыс. тонн синтетических каучуков — это на 14 тыс. тонн больше, чем в 2017 году. Объем реализации пластиков достиг 717 тыс. тонн (+ 19 тыс. тонн).

В 2018 году «Нижнекамскнефтехим» работал в условиях сложной конъюнктуры на рынке синтетических каучуков. Цены на сырую нефть сорта

Brent в 2018 году увеличились с начала года на 14%, в то время как стоимость бутана увеличилась на 29%, а смеси пропан-бутана — на 31%.

При этом цены на производимый ПАО «Нижекамскнефтехим» каучук СКИ формируется на основании котировок натурального каучука, которые, напротив, имели в 2018 году тенденцию к снижению.

На каучук в 2018 году пришлось 41% от всех продаж компании. Из 716 тыс. тонн синтетических каучуков 84% было реализовано на зарубежных рынках [56].

На рисунке 5 показано графическое изображение структуры продаж синтетического каучука ПАО «Нижекамскнефтехим» по регионам сбыта за 2018 год.

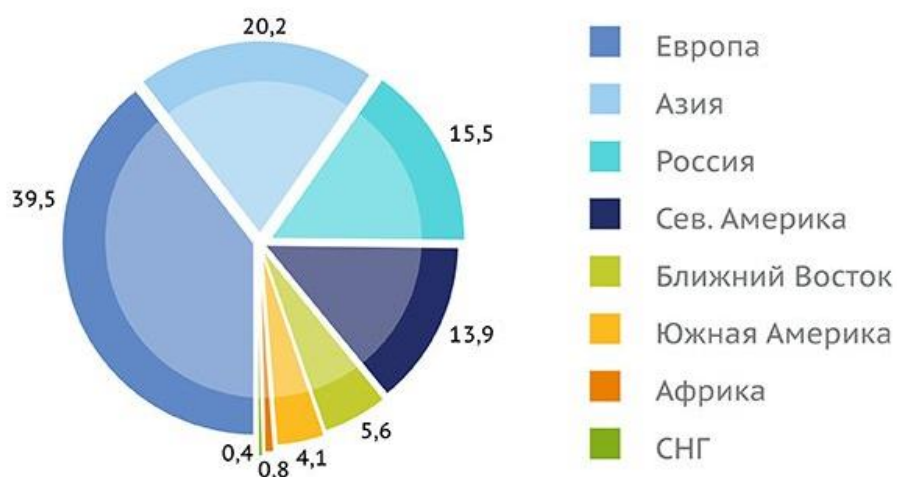


Рисунок 5 - Структура продаж синтетических каучуков в 2018 г.,%

В 2018 году на пластики пришлось 33% от продаж компании. При этом почти 83,6% пластиков было реализовано на внутреннем рынке, 13,5% в странах СНГ и только 2,9% — в Европе. Россия и страны СНГ для компании являются приоритетными, поэтому «Нижекамскнефтехим» намерен увеличить объемы продаж, в том числе за счет расширения марочного ассортимента, способного заместить на внутреннем рынке импортируемые аналоги.

На рисунке 6 показано графическое изображение структуры продаж пластика ПАО «Нижнекамскнефтехим» по регионам сбыта за 2018 год.

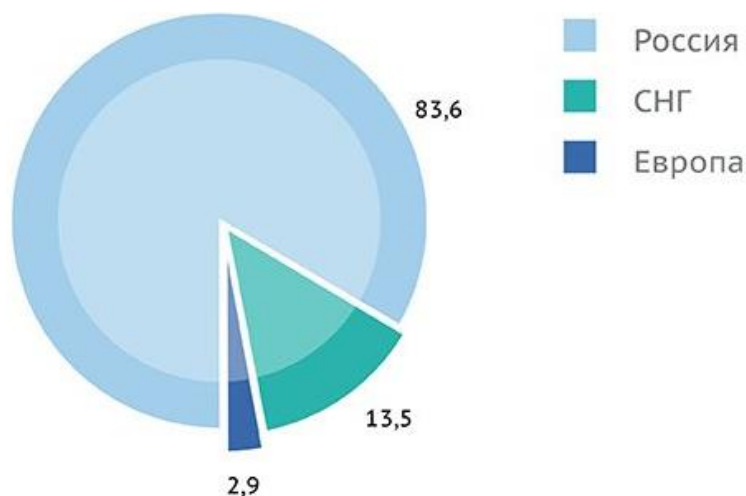


Рисунок 6 - Структура продаж пластика в 2018 г.,%

Главным проектом «Нижнекамскнефтехима» остается строительство нового этиленового комплекса мощностью 600 тыс. тонн в год. В мае 2018 года на Петербургском международном экономическом форуме был решен вопрос финансирования проекта. На его реализацию пять немецких банков благодаря поддержке экспортно-кредитного агентства Euler Hermes выделяют «Нижнекамскнефтехиму» 807 млн евро до 2032 года. Основным кредитором выступает Deutsche Bank AG, но также средства предоставляют UniCredit Bank AG, Landesbank Baden-Württemberg, Bayerische Landesbank, DZ BANK AG.

Также в октябре на Российской энергетической неделе «Нижнекамскнефтехим» подписал соглашение с Deutsche Bank AG о предоставлении кредита в размере 240 млн евро на строительство собственной электростанции мощностью 495,0 МВт. Кредит до 2033 года выделяют шесть немецких банков — это Deutsche Bank AG, UniCredit Bank AG, Bayerische Landesbank, Landesbank Baden-Wurttember, DZ BANK AG.

Реализация проекта этиленового комплекса позволит предприятию достичь ключевых показателей, заложенных в стратегическую программу. К

2025 году ежегодные объемы производства синтетических каучуков должны увеличиться до 1 млн тонн, производство этилена — до 1,2 млн тонн, а объемы выпуска пластиков должны вырасти до 1,5 млн тонн [58].

2.2 Анализ финансового состояния организации.

Анализ финансового состояния организации позволяет исследовать ее финансовую устойчивость, имущественное положение, платежеспособность и ликвидность, а также деловую активность.

Анализ имущественного положения организации подразумевает изучение изменений в составе и структуре, а также динамику ее имущества в учетной оценке.

Таблица 4 – Аналитическая характеристика имущества в разрезе внеоборотных и оборотных активов. Динамика активов ПАО «Нижекамскнефтехим», млн. рублей

Показатели	На 31 декабря 2017 г.		На 31 декабря 2018 г.		Изменение		Индекс роста, %	Темп роста, %
	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс.р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс.р.	Уд. вес, %		
Внеоборотные активы	82 028 664	56,3	101129 906	47,4	191012 42	-15,81	123,3	23,3
Оборотные активы	63 631 891	43,7	112299 333	52,6	486674 42	20,37	176,5	76,5
Стоимость имущества предприятия, всего	145 660 555	100	213429 239	100	677686 84	-	146,5	46,5

Как мы видим из таблицы темп роста оборотных активов превышает рост темпа роста внеоборотных активов, что характеризует тенденцию к ускорению оборачиваемости оборотных активов. Результатом этого является условное высвобождение средств в наиболее ликвидных формах (денежные средства и краткосрочные финансовые обязательства).

Таблица 5 – Анализ реальных активов ПАО «НКНХ», млн. рублей

Показатели	На 31 декабря 2017 г.		На 31 декабря 2018 г.		Изменение		Индекс роста, %	Темп роста, %
	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс.р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс.р.	Уд. вес, %		
1. Нематериальные активы	7935	0,01	10326	0,01	2391	0,00	130,13	30,13
2. Основные средства	746984 16	77,01	946161 98	82,41	199177 82	7,01	126,66	26,66
3. Прочие внеоборотные активы	160674 0	1,66	121646 7	1,06	-390273	-36,14	75,71	-24,29
4. Запасы	206892 58	21,33	189723 35	16,52	- 1716923	-22,55	91,70	-8,30
5. Итого реальные активы	970023 49	100	114815 236	100	178128 87	-	118,36	18,36

За отчетный год стоимость реальных активов выросла на +18,36 %, что является показателем повышения производственного потенциала промышленного предприятия и рассматривается как позитивное явление. Опережающие темпы прироста основных средств свидетельствуют о росте накладных расходов и чувствительности к изменениям выручки. Для сохранения финансовой устойчивости предприятию необходимо иметь высокую долю собственного капитала в источниках финансирования.

Таблица 6 – Основные финансовые коэффициенты оценки имущественного положения

Наименование финансовых коэффициентов	2018 г.	2017 г.	Изменение
Динамика имущества.	1,465	1,135	+0,33
Доля внеоборотных активов в имуществе.	0,465	0,563	-0,098
Доля оборотных активов в имуществе.	0,526	0,437	+0,089
Доля денежных средств и краткосрочных финансовых вложений в оборотных активах.	0,272	0,379	-0,107
Доля запасов в оборотных активах.	0,169	0,325	-0,156
Доля дебиторской задолженности в оборотных активах.	0,426	0,261	+0,165
Доля нематериальных активов во внеоборотных активах.	0,000102	0,000097	+0,000005
Доля результатов исследований и разработок во внеоборотных активах.	0,00449	0,00589	-0,0014

Доля основных средств во внеоборотных активах	0,936	0,911	+0,025
Доля долгосрочных финансовых вложений во внеоборотных активах.	0,0434	0,0586	-0,0152
Доля отложенных налоговых активов во внеоборотных активах.	0,00440	0,00516	-0,0008

Увеличение дебиторской задолженности в оборотных активах на 0,165 и особенно и снижению доли запасов в оборотных активах на 0,156, в общем, достаточно трудно дать однозначно отрицательную оценку, однако снижение удельных весов долгосрочных финансовых вложений и отложенных налоговых активов во внеоборотных активах на 0,0152 и на 0,00076, соответственно, все же целесообразно оценить положительно, так как долгосрочные финансовые вложения предполагают отвлечение денежных средств из оборота на продолжительное время и сопряжены с определенным риском, а отложенные налоговые активы характеризуются нулевой доходностью. Соответственно снижение данных статей положительно влияет на финансовое состояние предприятия.

Таблица 7 – Анализ внеоборотных активов

Показатели	На 31 декабря 2017 г.		На 31 декабря 2018 г.		Изменение		Индекс роста, %	Темп роста, %
	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс.р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс.р.	Уд. вес, %		
1. Нематериальные активы	7935	0,01	10326	0,01	2391	5,55	130,13	30,13
2. Результаты исследований и разработок	483322	0,59	454067	0,45	-29255	-23,80	93,95	-6,05
3. Основные средства	746984 16	91,06	946161 98	93,56	199177 82	2,74	126,66	26,66
4. Финансовые вложения	480880 1	5,86	438821 8	4,34	-420583	-25,98	91,25	-8,75
5. Отложенные налоговые активы	423450	0,52	444630	0,44	21180	-14,83	105,00	5,00
6. Прочие внеоборотные активы	160674 0	1,96	121646 7	1,20	-390273	-38,59	75,71	-24,29
Итого внеоборотные активы	820286 64	100	101129 906	100	191012 42	-	123,29	23,29

Таким образом, за 2018 год сумма внеоборотных активов организации возросла на 19 101,2 млн. р., или на 23,29 %, за счет увеличения величины основных средств на 19 917,8 млн. р., или на 26,66 %, уменьшение долгосрочных финансовых вложений на 420,6 млн. р., или на 8,75 %, увеличения отложенных налоговых активов на 21,18 млн. р. при снижении нематериальных активов на 2,39 млн. р., или на 30,13 %. В то же время незначительно изменилась структура внеоборотных активов - возрос удельный вес основных средств на 2,74%, а удельные веса долгосрочных финансовых вложений, результатов исследований и разработок, отложенных налоговых активов и прочих внеоборотных активов снизились на 25,98 %, 23,8 %, 14,83 % и 38,59 % соответственно.

Особое внимание необходимо обратить на опережающий темп роста основных средств (26,66 %) и нематериальных активов (30,13 %) по отношению к темпу роста общей суммы внеоборотных активов (23,29 %), что, безусловно, следует рассматривать как положительное явление, поскольку, это дает повод предполагать, что предприятие заинтересовано в создании материальных условий расширения основной деятельности.

Кроме того, снижение таких показателей, как долгосрочные финансовые вложения и прочие внеоборотные активы, а также снижение темпа роста отложенных налоговых активов в течение отчетного года может быть охарактеризовано как аккумулярование средств на инвестиционную программу с параллельной оптимизацией неэффективных статей расходов. Таким образом, можно констатировать, что качество внеоборотных активов организации улучшилось.

Далее обратимся к анализу объема, состава, структуры и динамики оборотных активов организации, указанной в таблице 8.

Таблица 8 – Анализ оборотных активов

Показатели	На 31 декабря 2017 г.		На 31 декабря 2018 г.		Изменение		Индекс роста, %	Темп роста, %
	Сумма,	Уд. вес,	Сумма,	Уд. вес,	Сумма,	Уд.		

	тыс. р.	%	тыс.р.	%	тыс.р.	вес, %		
1.Запасы	206892 58	32,51	189723 35	16,89	- 1716923	-48,04	91,7	-8,3
2.НДС по приобретенным ценностям	172737	0,27	162216	0,14	-10521	-46,79	93,9	-6,1
3.Дебиторская задолженность	166299 97	26,13	467426 85	42,62	301126 88	59,26	281,1	181,1
4.Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	-	-	150000 00	13,36	-	-	-	-
5.Денежные средства и денежные эквиваленты	241213 60	37,91	305666 71	27,22	644531 1	-28,20	126,7	26,7
6.Прочие оборотные активы	463969	0,73	855520	0,76	391551	4,48	184,4	84,4
Итого оборотные активы:	636318 91	100	112299 333	100	486674 42	-	176,5	76,5

Из чего следует, что в отчетном году общая величина оборотных активов возросла на 48 667,4 млн. р., или на 76,5 %, за счет увеличения дебиторской задолженности на 30 112,7 млн. р., или на 181,1 %, денежных средств и денежных эквивалентов на 6 445,3 млн. р., или на 26,7 %, прочих оборотных активов на 391,6 млн. р., или на 84,4 %. Также за отчетный год на балансе появились финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов) на сумму 15 000,0 млн. руб. В прошлом году подобной статьи не было. В данном случае речь идет о денежных средствах, вырученных за счет размещения облигации.

Структурные изменения в составе оборотных активов организации (Появились финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов) удельный вес которых за 2018 г. составил 13,36 % от общей суммы оборотных активов. Прирост дебиторской задолженности на 59,26 %, прочих оборотных активов на 4,48 % и снижение удельного веса запасов в оборотных активах на 4,7 % и НДС по приобретенным ценностям на 46,79 %, денежные средства и денежные эквиваленты на 28,2 %), обусловленные соотношениями темпов роста и прироста указанных их элементов, говорит о некотором повышении

степени ликвидности оборотных активов и поэтому могут рассматриваться как положительные.

Тем не менее целесообразно обратить пристальное внимание на высокие темпы роста дебиторской задолженности (81,1 %), которые превышают темпы роста общей величины оборотных активов (76,5 %) и ведут к временному отвлечению все большей части оборотных активов из оборота, не способствуя повышению эффективности текущей деятельности организации.

Выполнив оценку имущественного положения организации — крупного промышленного предприятия, на основе систематизации промежуточных результатов анализа можно охарактеризовать структуру имущества данной организации на конец прошлого и текущего года в целом как рациональную, а ее изменения за год — в большей степени как позитивные.

Начнем анализ финансовой устойчивости организации с изучения объема, состава, структуры и динамики ее капитала в разрезе двух его основных составляющих - собственного капитала и заемного капитала, представленной в таблице 9.

Таким образом, за 2018 год общая величина капитала организации возросла на 67 768,8 млн. р., или на 46,53 %, за счет увеличения суммы заемного капитала на 43 543,9 млн. р., или на 328,9 %, и увеличения суммы собственного капитала на 24 224,9 млн. р., или на 18,29 %. При этом удельный вес заемных средств в капитале организации возрос на 192,71 %, а удельный вес собственных средств снизился на 19,27 %, что непосредственно является результатом опережающего темпа роста заемного капитала, составившего 328,9 %, по отношению к темпу роста собственного капитала, составившего 18,29 %, и свидетельствует о некотором снижении финансовой устойчивости данной организации. Тем не менее как на начало, так и на конец отчетного года в капитале организации наибольший удельный вес, равный соответственно 90,91 и 73,9 %, приходился на ее собственный капитал, что является признаком достаточно высокой степени финансовой устойчивости.

Таблица 9 – Анализ капитала в разрезе его основных составляющих

Показатели	На 31 декабря 2017 г.		На 31 декабря 2018 г.		Изменение		Индекс роста, %	Темп роста, %
	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %		
Собственный капитал	132 421 303	90,91	156646 216	73,39	24 224 913	-19,27	118,29	18,29
Заемный капитал	13 239 252	9,09	567831 17	26,61	43 543 865	192,71	428,90	328,90
Капитал, всего (итог пассива баланса)	145 660 555	100	213429 333	100	67 768 778	-	146,53	46,53

Если мы сопоставим темп роста собственного капитала и темп роста всего капитала (ТРк), то выясним, что темп роста собственного капитала (ТРск) меньше, чем темп роста всего капитала (ТРк). Данное неравенство свидетельствует о том, что удельный вес заемных средств в структуре капитала предприятия за прошедший период увеличился, т. е. ее финансовая устойчивость снизилась.

На следующей стадии проанализируем объем, состав и структуру заемного капитала организации. Анализ ведется в разрезе его двух основных элементов — долгосрочных и краткосрочных обязательств, которые разукрупняются на более частные элементы (см. Таблица 10).

Таким образом, за отчетный год общая величина заемного капитала предприятия возросла на 43 511,1 млн. р., или на 318,41 %, в большинстве своем за счет увеличения суммы долгосрочных обязательств на 37 898,7 млн. р., или на 1226,52 %. При этом удельный вес краткосрочных обязательств в заемном капитале снизился, а удельный вес долгосрочных обязательств соответственно возрос на 217,04 %, что является следствием превышения индекса роста долгосрочных обязательств, составившего 1326,52 %, над индексом роста краткосрочных обязательств, который составил лишь 153,07 %, и может рассматриваться в качестве позитивного явления, свидетельствующего о снижении риска, связанного со структурой заемного капитала организации, т. е. в качестве признака повышения ее финансовой устойчивости.

В составе долгосрочных обязательств за прошлый отчетный год присутствовали лишь отложенные налоговые обязательства, величина которых изменилась на + 549,1 млн. р., и прочие обязательства уменьшившиеся соответственно на 490,4 млн. руб или на 99,07%. В новом отчетном году в составе долгосрочных заемных средств появились заемные средства, сумма которых составила 37 840,0 млн. руб. В составе же краткосрочных обязательств возросла сумма кредиторских задолженностей на 2 754,8 млн. руб. или на 32,06 %, прочих обязательств на 2 588,7 млн. руб. или на 1135,36 % и оценочных обязательств на 237,2 млн. руб. или на 17,85 %. При этом снизились удельные веса кредиторской задолженности на 68,44 %, доходов будущих периодов – на 77,94 % и оценочные обязательств – 71,83 %. Прочие обязательства возросли на 195,25 %.

Указанные изменения удельных весов в заемном капитале обусловлены соотношением индекса роста кредиторской задолженности, доходов будущих периодов, оценочных обязательств и прочих обязательств составившие соответственно 132,06, 92,3, 117,85, 1235,36 %.

Таблица 10 – Анализ заемного капитала

Показатели	На 31 декабря 2017 г.		На 31 декабря 2018 г.		Изменение		Индекс роста, %	Темп роста, %
	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %	Сумма, тыс. р.	Уд. вес, %		
1. Долгосрочные обязательства, в том числе:	308993 1	22,61	409886 27	71,69	378986 96	217,04	1326,5 2	1226,5 2
1.1. Заемные средства	-	-	378399 98	66,18	378399 98	-	-	-
1.2. Отложенные налоговые обязательства	259488 4	18,99	314402 3	5,50	549139	-71,04	121,16	21,16
1.3. Прочие обязательства	495047	3,62	4606	0,01	-490441	-99,78	0,93	-99,07
2. Краткосрочные обязательства, в том числе:	105751 54	77,39	161875 46	28,31	561239 2	-63,42	153,07	53,07
2.1. Заемные средства	-	-	64420	0,11	-	-	-	-
2.2. Кредиторская задолженность	859257 9	62,88	113473 91	19,85	275481 2	-68,44	132,06	32,06
2.3. Доходы будущих периодов	425833	3,12	393056	0,69	-32777	-77,94	92,30	-7,70

2.4. Оценочные обязательства	132873 5	9,72	156598 0	2,74	237245	-71,83	117,85	17,85
2.5. Прочие обязательства	228007	1,67	2816699	4,93	258869 2	195,25	1235,3 6	1135,3 6
Итого заемный капитал (стр. 1 + стр. 2)	136650 85	100	571761 73	100	435110 88	-	418,41	318,41

Основной характеристикой успешности любого бизнеса является его способность приносить прибыль своим владельцам.

Различные виды прибыли (валовая, операционная, доналоговая и пр.), представленные в отчетности, являются наиболее общими показателями, стабильный рост которых в динамике свидетельствует об эффективности хозяйственной деятельности предприятия. Однако само по себе превышение доходов над расходами не может дать целостной картины об успешности бизнеса, поскольку при этом не учитываются те ресурсы и инвестиции, которые обеспечили получение соответствующих финансовых результатов.

К тому же стоит учесть, что абсолютные величины плохо поддаются сравнениям и сопоставлениям.

Вследствие чего вместе с анализом данных отчета о прибылях и убытках для оценки итоговых результатов хозяйственной деятельности используют систему показателей рентабельности, позволяющих оценить эффективность использования менеджментом вложенных в бизнес средств и ресурсов.

Сведем основные показатели рентабельности в таблицу 11.

Таблица 11 – Показатели рентабельности

Показатели	Годы		Темпы роста
	2018	2017	
Коэффициент (маржа) чистой прибыли (NPM)	0,128	0,148	-0,020
Коэффициент рентабельности продаж (ROS)	0,153	0,183	-0,030
Коэффициент валовой прибыли (GPM)	0,239	0,290	-0,051
Коэффициент рентабельности активов (ROA)	0,136	0,174	-0,039
Коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE)	0,169	0,204	-0,035

Как следует из данной таблицы за год все указанные коэффициенты рентабельности снизились. На данные величины оказывают влияния различные факторы, однако основными являются следующие:

- 1) рост расходов на производство и реализацию продукции (производственная деятельность);
- 2) падение объемов продаж при неизменном уровне затрат (коммерческая деятельность).

В целом, подытоживая вышеизложенное, можно констатировать следующее - компания ПАО «Нижекамскнефтехим» имеет достаточно высокую финансовую устойчивость. Менеджмент предприятия активно работает с заемными инструментами и ведет разумную политику по оптимизации структуры капитала и поддержанию конкурентоспособности в текущих рыночных условиях. Несмотря на падение коэффициентов рентабельности за последний год положение компании остается стабильным.

2.3 Анализ цены и доля собственного капитала обыкновенных и привилегированных акции.

Основными элементами собственного капитала предприятий являются:

- привилегированные акции;
- обыкновенные акции;
- нераспределенная прибыль и приравненные к ней средства.

Теоретически стоимость собственного капитала равна норме доходности, требуемой владельцами предприятия, и могла бы определяться, например, уровнем дивидендных выплат. Однако на практике определение стоимости элементов собственного капитала является достаточно сложной задачей. Проблема заключается в том, что при общей экономической сущности элементы собственного капитала имеют различия.

Во-первых, обыкновенные и привилегированные акции являются внешними, или привлеченными, источниками, тогда как прибыль - внутренним, формируемым в результате ведения хозяйственной деятельности и не требующим затрат на привлечение.

Во-вторых, существуют различия между обыкновенными и привилегированными акциями. При использовании последних у организации возникают обязательства по выплате фиксированных дивидендов в объеме, указанном в уставе. Указанное свойство делает привилегированные акции похожими на долговые ценные бумаги. Для инвесторов это означает меньший уровень риска и, соответственно, меньший доход. Поэтому стоимость такого источника обычно занимает промежуточное положение между ценой обыкновенных акций и ценой заемного финансирования.

Изложенное обуславливает необходимость применения различных подходов к определению стоимости обыкновенных и привилегированных акций, а также нераспределенной прибыли.

Если организация выпускает привилегированные акции (preferred stock-PS), размещаемые по цене P_{PS} , и планирует выплачивать по ним фиксированный дивиденд DIV_{PS} , то цену привлеченного таким способом капитала удобно определять, как доходность бессрочной ренты с учетом всех затрат на эмиссию ($flotation\ cost = fc$):

$$k_{PS} = \frac{DIV_{PS}}{P_{PS}(1-fc)}, \quad (2.3.1)$$

где fc – затраты на эмиссию, %.

Однако, так как данная формула в первую очередь определяет стоимость привлечения капитала привилегированных акции на период эмиссии, то для расчета стоимости собственного капитала по привилегированным акциям за текущий год из уравнения будут исключены разовые расходы на эмиссию ценных бумаг. Таким образом стоимость капитала по привилегированным акциям за 2018 г. составит:

$$k_{PS} = (19,94/75,5)*100 = 26,41\%$$

где 75,5 руб – стоимость привилегированных акции перед дивидендной отсечкой из таблицы 12.

Здесь стоит отметить, что стоимость капитала по привилегированным акциям будет выше, чем в среднем по рынку, так как устав ПАО «Нижекамскнефтехим» гласит, что если дивиденды по привилегированным акциям не выплачиваются, то они аккумулируются для следующих выплат, но не более чем за 3 года. То есть инвестор, выбирая между различными вариантами вложения на фондовом рынке, будет принимать во внимание данную особенность привилегированных акции ПАО «Нижекамскнефтехим» и, соответственно, будет закладывать большую ожидаемую доходность по сравнению с другими типами инвестиции, которые могут обеспечить более прогнозируемый и постоянный денежный поток.

Держатель обыкновенных акций – остаточный владелец компании, так как претензии его распространяются на все активы и доходы фирмы, не являющиеся предметом требований держателей привилегированных акций и

кредиторов, которые пользуются приоритетом. Обыкновенные акции предоставляют компании долгосрочный капитал в ожидании вознаграждения в виде роста рыночной стоимости их акций. Этот прирост стоимости складывается из комплексного эффекта растущих доходов и растущих дивидендов на рыночную стоимость акции. В свою очередь, на рыночную стоимость влияют экономические условия и риски, присущие конкретной отрасли и отдельной компании.

Другими словами, в случае обыкновенных акций мы имеем дело с большим числом переменных, в то время как четкие оговорки контракта о компенсации вложенной суммы (такие, как купонная ставка или определенного уровня дивиденд по привилегированным акциям) отсутствуют. В результате стоимость капитала, аккумулированного за счет эмиссии обыкновенных акций, требует более комплексного метода исследования, чем стоимость привлечения капитала за счет привилегированных акций.

Стоимость капитала обыкновенных акций нужно рассматривать в контексте упущенных возможностей. Инвестор предоставил свой капитал в распоряжение компании и теперь ожидает получить комбинированную выгоду: с одной стороны, от дивидендов, с другой – от будущей оценки рынком стоимости акций. Однако инвестор сделал свой выбор, упустив иные возможности вложения своего капитала. Он принял такое решение в условиях неопределенности информации относительно будущих результатов, так как единственный надежный на все сто процентов источник данных для любого инвестора – статистические сведения о деятельности компаний в прошлом. Возникает проблема измерения стоимости акционерного капитала для корпорации, поскольку необходимо удовлетворить ожидания инвестора относительно риска и вознаграждения, связанного с выбором именно этой альтернативы. Другими словами, компания должна вознаградить акционеров экономической выгодой от будущей, перспективной деятельности, характер и результаты которой могут отличаться от прошлого опыта.

На практике используется несколько подходов к осуществлению такого рода оценки:

- метод дивидендов;
- метод доходов;
- метод оценки риска, основанный на модели определения цены капитальных активов (*CAPM*).

Метод дивидендов при определении стоимости акционерного капитала заключается в том, чтобы на основе анализа размера годовых дивидендов определить стоимость всех обыкновенных акций. Однако этот подход страдает серьезными упрощениями, так как доля прибыли, выплачиваемая в виде дивидендов, значительно колеблется у различных компаний, а эффект реинвестирования – игнорируется. Дивиденд по обыкновенным акциям заранее не объявляется, и можно исходить лишь из предположения о его предстоящем уровне. На выплату дивиденда идет только часть чистой прибыли компании, другая часть в виде нераспределенной прибыли остается в компании и используется на развитие производства (возможны и другие варианты). И чем больше чистая прибыль, тем больше потенциал роста прибыли компании в будущем. По существу нераспределенная прибыль является для акционеров капитализированным дивидендом, и ее увеличение ведет к росту рыночной цены акции. Вот почему помимо размера дивиденда при определении цены обыкновенной акции следует учитывать и прирост стоимости акции.

Приведенная стоимость всех полученных доходов от обыкновенной акции за период n лет может быть определена по формуле:

$$P = \frac{D_1}{1 + R} + \frac{D_2}{(1 + R)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + R)^n} \quad (2.3.2)$$

где P – искомая цена акции; P_1, P_2, \dots, P_n – цена акции первого, второго, n -го года; D_1, D_2, \dots, D_n – ожидаемые дивиденды первого, второго, n -го года; R – требуемая норма прибыли на акцию.

Применение формулы (2.3.2) весьма проблематично, так как невозможно определить размер дивидендов на длительный, а тем более бесконечный период времени.

Кроме того, многие инвесторы планируют свои действия на ограниченный период времени. Портфель ценных бумаг инвестора постоянно обновляется. Задача инвестора состоит в том, чтобы как можно точнее спрогнозировать величину ожидаемых дивидендов и изменения будущей цены акции. Наиболее простой способ решения проблемы заключается в том, что предполагается постоянный темп роста цены и дивидендов. Естественно, что даже небольшая погрешность в прогнозах может привести к ошибочным действиям инвестора и к серьезным потерям.

Рассмотрим дивидендные выплаты ПАО «Нижекамскнефтехим» за последние 5 лет. Таблица по выплаченным дивидендам и дивидендной доходности обоих типов акции представлена в таблице 12.

Таблица 12. Дивидендная доходность по акциям компании [53]

Наименование параметра	2015	2016	2017	2018	2019
Дивиденды по обыкновенным акциям, руб.	1,52	4,34	0	0	19,94
Стоимость обыкновенных акции, руб.	30	50,2	-	-	88,8
Доходность по обыкновенным акциям, %	5,07	8,65	-	-	22,45
Дивиденды по привилегированным акциям, руб.	1,52	4,34	0	0	19,94
Стоимость привилегированных акции, руб.	24,65	28,65	0	0	75,5
Доходность по привилегированным акциям, %	6,17	15,15	0	0	26,41

Учитывая, что выплаты по акциям носят не постоянный характер можно сделать вывод, что для ПАО «Нижекамскнефтехим» на данном этапе развития предприятия метод расчета стоимости обыкновенных акции через дивиденды является некорректным.

Метод доходов при расчете стоимости обыкновенных акций основан на предположении, что вся прибыль компании будет выплачена акционерам, что вряд ли возможно в реальной жизни. При применении данного метода также

не учитывается реинвестированная прибыль, создающая для акционеров новую стоимость; рост прибыли в будущем игнорируется.

В соответствии с данным методом текущая доходность акции рассчитывается по формуле

$$k_c = \frac{1}{P/E} \quad (2.3.3)$$

где P/E – отношение цены к прибыли на акцию.

Таким образом, и метод доходов, и метод дивидендов довольно примитивны: фактически они напрямую оценивают будущие потоки доходов и дивидендов. В них также присутствуют упрощенные предположения, а потому сфера их применения ограничена.

Таблица 13 - Показатели акционерного капитала ПАО «Нижекамскнефтехим»

Показатель	2016	2017	2018
Кол-во акции ао, шт.	1611256000	1611256000	1611256000
Кол-во акции ап, шт.	218983750	218983750	218983750
Стоимость ао, руб.	76,1	51,8	64,6
Стоимость ап, руб.	31,21	28	40
Прибыль, руб.	24 351	24 674	24 782
Прибыль на акцию, руб.	13,26	13,55	13,49
Стоимость капитала ао и ап	17,42	26,16	20,88

Метод оценки риска, наоборот, приблизительно определяет ожидаемые доходы акционера путем прибавления нормальной (т.е. средней по множеству финансовых инструментов) ставки доходности по ценным бумагам в целом к рассчитанной величине премии за риск – числу, зависящему от специфики компании. Это единственный метод, с помощью которого можно получить доходность по конкретной ценной бумаге и сравнить ее со средним уровнем доходности на рынке ценных бумаг.

Модель *SAPM* основывается на нескольких нереалистичных предположениях и поэтому не может быть проверена эмпирически. Тем не менее она часто используется для определения стоимости собственного капитала.

Согласно модели *SAPM* риски по обыкновенным акциям можно разделить на систематические (рыночные) и несистематические (присущие данному активу).

Систематический риск обусловлен влиянием рынка в целом и неизбежен. Несистематический риск акции вытекает из особенностей и условий деятельности ее эмитента. Его можно устранить путем диверсификации.

Соответственно, доходность (а следовательно, и стоимость) подобной ценной бумаги может быть разделена на две составные части:

- безрисковая процентная ставка R_F ;
- премия за принятие систематического риска, требуемая инвестором.

Систематический риск в *SAPM* оценивается при помощи так называемого коэффициента β . Этот коэффициент служит мерой рыночного риска, присущего данной ценной бумаге.

Тогда стоимость привлечения капитала с помощью обыкновенных акций k_S в модели *SAPM* может быть представлена формулой:

$$K_S = R_F + \beta_S * (R_M - R_F) + x + y, \quad (2.3.4)$$

где R_F – безрисковая процентная ставка;

R_M – средняя рыночная ставка доходности;

β_S - мера систематического риска, присущего данному классу ценных бумаг;

x, y – страновой и акционерный риск Российской Федерации. [2]

Оценка безрисковой доходности. В действительности ни в одной стране нет такой категории активов, как безрисковый актив. Обычно безрисковыми или почти безрисковыми принято считать финансовые активы, эмитируемые

государством. Однако и они не свободны от процентного риска (т.е. риска, связанного с изменением процентной ставки). Безрисковым признается актив, который удовлетворяет следующим требованиям:

- 1) доход по нему признается определенным;
- 2) является государственной ценной бумагой;
- 3) сроки погашения совпадают со сроком планируемого инвестором периода владения;
- 4) данный актив доступен широкому кругу инвесторов.

Оценка рыночной премии за риск. Рыночная премия за риск может быть рассчитана на основе доходности. Услуги по предоставлению информации о величине премии за риск предоставляет в США агентство *Ibbotson Associates*, ведущее свои расчеты с 1929 г.

В России еще нет столь обширной статистической базы. В качестве показателя доходности рыночного портфеля и рыночной премии за риск начинают использовать индекс Российской торговой системы (индекс РТС) и другие менее известные фондовые индексы.

Оценка β -коэффициентов. Для анализа стоимости собственного капитала более важной является не величина риска, который соответствовал данной компании в прошлом, а оценка ее будущего риска.

Поскольку фактические значения β -коэффициентов не являются бесспорными критериями оценки будущего риска, были разработаны методики их корректировки, что привело к появлению двух видов β : уточненного и фундаментального. Уточненный β -коэффициент требует дополнительных статистических данных и потому используется редко. Фундаментальный коэффициент β уточняется с учетом изменений в структуре капитала фирмы, риска формируемой инвестиционной программы, уровня инвестиционного менеджмента и т.д. При этом, естественно, могут получаться (в силу субъективизма проводимых оценок) различные значения β , что приводит к различным значениям стоимости собственного капитала.

Таким образом, определение стоимости собственного капитала – наиболее трудный момент в инвестиционном анализе.

В качестве безрисковой ставки (R_f) мы возьмем ставку доходности по ОФЗ-26210 (дата погашения – 11.12.2019), равной 6,03% [4]. Рыночная доходность индекса «МосБиржа полная доходность» (R_M) за 2018 год составила 15,81%. [5]

Для нахождения β_S была использована бета без учета структуры капитала для нефтехимических компаний с сайта А. Дамодарана, равная 1,55. [6].

Премия отечественного рынка за риск (страновой риск) был принят равным 3,47%. Акционерный риск российских предприятий – 9,43%

Для приведения стоимости капитала обыкновенных акций к условиям, учитывающим финансовые риски по задолженности компании воспользуемся коэффициентом делового риска, рассчитанного по формуле Р.Хамады. [23].

Коэффициент делового риска (z) при доле заемного капитала равной 25,7% составляет 1,96%.

Проставив указанные выше значения в выражение (2.3.4) получим стоимость акционерного капитала обыкновенных акции компании раной 36,05%.

Сведем для наглядности полученные данные в таблицу 14:

Таблица 14 – Значение коэффициентов расчета CAPM

Наименование показателя	Обозначение	Значение
Безрисковая процентная ставка	R_f	6,03
Средняя рыночная ставка доходности	R_M	15,81
Мера систематического риска, присущего данному классу ценных бумаг	β_S	1,55
Премия за страновой риск Российской Федерации	X	3,47
Премия за акционерный риск Российской Федерации.	Y	9,43
Коэффициент делового риска	B	1,96
Стоимость капитала по обыкновенным акциям	K_s	36,05
Стоимость капитала по привилегированным акциям	K_s	26,41

Стоит отметить, что разница в стоимости капитала по обыкновенным и привилегированным акциям в данном случае может быть связана с тем, что выплата дивидендов осуществлялась в апреле 2019 г., в то время, когда для большинства инвесторов информация касательно получения компанией синдицированного кредита была не известна. Последующее увеличение заемного капитала повлияло на увеличение делового риска и, соответственно, увеличение стоимости собственного капитала по обыкновенным акциям.

Также на данной разнице могла сыграть рыночная аномалия (неэффективность), которая была следствием резкого увеличения количества брокерских счетов и массовым притоком граждан Российской Федерации на фондовую биржу, что подтверждается данными Московской Биржи. Данная особенность в настоящей работе в расчет приниматься не будет.

2.4 Анализ цены и доля заемного капитала.

Традиционными видами долгосрочных заемных источников формирования капитала предприятия являются:

- кредиты банков;
- облигационные займы;
- лизинг и др.

В общем случае цена капитала – это полная доходность соответствующего финансового инструмента. В реальности цена, которую платит предприятие за привлекаемый капитал, может не совпадать с величиной доходности, получаемой инвестором. С одной стороны, у покупателя капитала возникают дополнительные расходы по привлечению ресурсов (эмиссионные издержки, комиссионные брокерам и банкам и т.п.), которые увеличивают цену этих ресурсов. С другой – издержки эмитента по выплате доходов инвесторам в некоторых случаях исключаются из суммы налогооблагаемой прибыли. Поэтому фактическая цена капитала для

предприятия может оказаться ниже доходности, выплачиваемой инвесторам. Рассмотрим, как учитываются эти факторы при оценке заемного капитала.

Для привлечения долгосрочного заемного капитала ПАО «Нижнекамскнефтехим» в 2018 г. выпустила купонные облигации с постоянным купоном. Характеристики эмиссии указаны в таблице 15 «Характеристики выпускаемой облигации».

Таблица 15 – Характеристики выпускаемой облигации

Название	НКНХ 1P-01
Имя облигации	Нижнекамскнефтехим об. 001P-01
Код бумаги, ISIN	RU000A0ZZZ17
Цель выпуска	Реализация инвестиционной программы и / или пополнения оборотного капитала эмитента.
Объем эмиссии	15 000 000 000 RUB
Размер выпуска, шт	15 000 000
Номинал	1000
Валюта	Руб.
Дата размещения	20-12-2018
Дата погашения	07-12-2028
Доходность купона, годовых от номинала, %	9,75
Купон, руб.	48,62
Выплата купона, дн.	182

Ценой такого капитала для предприятий является полная доходность облигаций с учетом дополнительных расходов эмитента по размещению своих обязательств. Иными словами, процедура определения цены заемного капитала в основном идентична методике расчета полной доходности облигаций. Различия заключаются в необходимости учета дополнительных эмиссионных издержек. Еще одна особенность оценки заемного капитала состоит в том, что предприятие-эмитент имеет право относить сумму доходов, выплачиваемых по облигациям, на себестоимость своей продукции (услуг), уменьшая тем самым базу обложения налогом на прибыль. Возникающий при этом эффект “налогового щита” снижает цену капитала для эмитента. Для количественного измерения величины данного эффекта полную доходность облигации умножают на выражение $(1 - t)$, где t – ставка налога на прибыль.

Таким образом, определение цены заемного капитала производится в два этапа: сначала рассчитывается полная доходность облигации (с учетом расходов по эмиссии), а затем полученный результат корректируется на величину влияния эффекта налогового щита.

В нашем случае предприятие разместило 10-летние купонные облигации номиналом 1 тыс. рублей. Купонная ставка составила 9,75% годовых с выплатой 2 раза в год. Информация о расходах на эмиссию неизвестна, однако для расчета мы примем 3% от фактически вырученной суммы. Все поступления от продажи облигаций предприятие получило до начала 1-го года (нулевой период); все выплаты по облигациям будут производиться в конце каждого полугодия. Прогнозный денежный поток от данной финансовой операции (в расчете на 1 облигацию) будет иметь следующий вид (см. таблицу 16). Величина притока в 0-й период представляет собой курсовую стоимость облигации 970 рублей ($1000 * 0,97$), уменьшенную на сумму расходов по эмиссии 30 рублей ($1000 * 0,03$).

Таблица 16 - Денежный поток от размещения 10-летнего облигационного займа, тыс. руб.

0 период	1 год		2 год		Промежуточные периоды		10 год	
	20 июня	19 декабря	20 июня	19 декабря	20 июня	19 декабря
970	48,62	48,62	48,62	48,62	48,62	1048,62

Для нахождения полной доходности данной финансовой операции применим формулу (2.4.1):

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{F}{(1+R)^n} \quad (2.4.1)$$

где P – рыночная стоимость (цена приобретения) облигации;

n – количество купонных платежей при условии, что облигация будет удерживаться до даты погашения;

C – размер купонного платежа;

F – номинальная стоимость облигации;

r – доходность к погашению.

Подставив исходные данные в уравнение мы рассчитаем доходность к погашению.

$$\begin{aligned} 970 = & \frac{48,62}{(1+r)^1} + \frac{48,62}{(1+r)^2} + \frac{48,62}{(1+r)^3} + \frac{48,62}{(1+r)^4} + \frac{48,62}{(1+r)^5} + \frac{48,62}{(1+r)^6} \\ & + \frac{48,62}{(1+r)^7} + \frac{48,62}{(1+r)^8} + \frac{48,62}{(1+r)^9} + \frac{48,62}{(1+r)^{10}} + \frac{48,62}{(1+r)^{11}} \\ & + \frac{48,62}{(1+r)^{12}} + \frac{48,62}{(1+r)^{13}} + \frac{48,62}{(1+r)^{14}} + \frac{48,62}{(1+r)^{15}} + \frac{48,62}{(1+r)^{16}} \\ & + \frac{48,62}{(1+r)^{17}} + \frac{48,62}{(1+r)^{18}} + \frac{48,62}{(1+r)^{19}} + \frac{48,62}{(1+r)^{20}} + \frac{1000}{(1+r)^{20}} \end{aligned}$$

Для решения этого уравнения можно воспользоваться различными финансовыми калькуляторами или использовать функцию «ВСД» Microsoft Excel.

Решив полученное уравнение относительно r, получим полную доходность к погашению займа 10,4601%. С учетом уплачиваемого налога на прибыль по ставке 20% цена капитала с учетом налоговой защиты (Kd) будет равна:

$$Kd = 0,10,4601 * (1 - 0,2) = 8,36808\%$$

Здесь стоит отметить то, что данная стоимость заемного капитала была получена при структуре капитала с практически отсутствующими долгосрочными кредитами и займами (31 декабря 2017 года 50 млн руб.).

Доля заемных средств (статья капитал и обязательства) по результатам 2017 отчетного года составляла – 10,44%

По результатам 2018 г. доля заемных средств в структуре капитала составила 25,73%. Увеличение доли заемного капитала в была вызвано выпуском облигации и получением синдицированного кредита для реализации инвестиционной программы.

ГЛАВА 3 СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ.

3.1 Разработка рекомендации по корректировке финансовой структуры капитала.

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе управления предприятием. Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наилучшее значение критериев оптимизации при заданном уровне финансовой устойчивости организации.

Основные методы оптимизации структуры капитала представлены на рисунке 7.



Рисунок 7. Основные методы оптимизации капитала.

1. Оптимизация по критерию максимизации уровня прогнозируемой рентабельности собственного капитала. Для проведения необходимых расчетов используется показатель эффекта финансового левериджа. Финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого организацией

капитала, позволяющий ей получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Эффект финансового левериджа — это приращение рентабельности собственных средств, получаемое за счет использования заемного капитала, проценты по которому относятся на расходы организации. Этот эффект возникает, если организация привлекает заемные средства по ставке более низкой, чем рентабельность активов. Поэтому первой составляющей эффекта финансового левериджа выступает так называемый дифференциал (Df), равный разности между рентабельностью активов и средней расчетной ставкой процента по заемным средствам:

$$Df = ROA - R_t, \quad (3.1.1)$$

где ROA — рентабельность активов, %;

R_t — средняя расчетная ставка процента по кредитам и займам, проценты по которым относятся на расходы предприятия, %.

В свою очередь:

$$ROA = \frac{EBIT}{A} 100\%, \quad (3.1.2)$$

где A — величина активов, д. е.

$$R_t = \frac{In}{D} 100\%, \quad (3.1.3)$$

где In — сумма процентов по всем кредитам и займам, относящихся на расходы, д. е.;

D — заемные средства, д. е.

Понятно, что эффект финансового левериджа будет усиливаться с увеличением соотношения между заемными и собственными средствами, поэтому второй составляющей является так называемое плечо (DFL_p):

$$DFL_p = \frac{D}{E}, \quad (3.1.4)$$

где E — собственные средства, д. е.

Таким образом, эффект финансового левериджа (EFL) рассчитывается по формуле:

$$EFL = (1 - T) * Df * DFLp, \quad (3.1.5)$$

Основными составляющими данной формулы являются:

— налоговый корректор финансового левериджа ($1 - T$), который показывает, в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли;

— дифференциал финансового левериджа ($ROA - Rt$), который характеризует разницу между рентабельностью активов и средним размером процентов по заемным средствам;

— плечо финансового левериджа (D/E), которое характеризует сумму заемного капитала, используемого организацией, в расчете на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левериджа в процессе деятельности организации.

Налоговый корректор финансового левериджа практически не зависит от деятельности организации, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем в процессе управления финансовым левериджем дифференцированный налоговый корректор может быть использован в тех случаях, когда организация имеет налоговые льготы по прибыли, связанные с отдельными видами ее деятельности или с территориальным расположением ее структурных подразделений.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства и, соответственно, на состав прибыли по уровню ее налогообложения, можно варьировать средней ставкой налогообложения прибыли в целях изменить воздействие налогового корректора финансового левериджа на его эффект (при прочих равных условиях).

Дифференциал финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень операционной прибыли,

генерируемой активами организации, превышает средний размер процента за используемый кредит (включающий не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию), т. е. если дифференциал финансового левириджа является положительной величиной. Чем выше положительное значение дифференциала финансового левириджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.

Управление дифференциалом требует учета не только внутренних, но и внешних условий деятельности компании. В частности, рентабельность активов зависит не только от эффективности ее деятельности, но и от конъюнктуры товарного рынка. Ухудшение последней может привести к снижению уровня операционной прибыли, что при неизменной величине активов приведет к уменьшению их рентабельности. Это в свою очередь уменьшит величину дифференциала даже при неизменных ставках по заемным средствам. На величину дифференциала влияет также конъюнктура финансового рынка. Рост спроса на рынке капитала при неизменном предложении приводит к увеличению цены заемных средств, которая может превысить уровень генерируемой активами операционной прибыли и, следовательно, превратить дифференциал в отрицательную величину. Это означает, что рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на обслуживание используемого заемного капитала по высоким ставкам процента.

Кроме того, повышение удельного веса заемного капитала в структуре пассивов организации снижает ее финансовую устойчивость и приводит к увеличению риска банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать ставку процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левириджа по любой из перечисленных причин всегда приводит к снижению

рентабельности собственного капитала. В этом случае использование организацией заемного капитала дает отрицательный эффект.

Плечо финансового левириджа является тем самым рычагом, который мультиплицирует положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала.

Если плечо больше единицы, т. е. заемный капитал больше собственного, то эффект финансового левириджа (положительный или отрицательный) будет усиливаться, и, наоборот, при значении плеча меньше единицы, когда заемный капитал меньше собственного, эффект финансового левириджа снижается. Таким образом, при неизменном дифференциале плечо финансового левириджа является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли. Аналогичным образом при неизменном значении плеча финансового левириджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Эффект финансового левириджа носит двойственный характер. Привлекая заемные средства, т. е. увеличивая плечо (DFL_p), организация расширяет масштабы своей деятельности, совершенствует технику и технологию производства, способствуя таким образом росту рентабельности собственного капитала. Одновременно растет и риск неплатежеспособности организации, т. е. риск кредитора. В ответ на это кредиторы могут пересмотреть свою процентную политику в отношении данного заемщика и увеличить процентные ставки по вновь выдаваемым кредитам, что в свою очередь приведет к снижению величины дифференциала (Df). Если эта величина будет уменьшаться более быстрыми темпами, чем растет величина DFL_p , то в итоге может наступить момент, когда эффект финансового левириджа превратится в отрицательную величину. В результате будем иметь не прирост, а уменьшение рентабельности собственного капитала за счет использования кредита.

Знание механизма воздействия финансового левириджа на уровень рентабельности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как ценой, так и структурой капитала организации.

При использовании критерия максимизации уровня прогнозируемой рентабельности собственного капитала для выбора оптимальной структуры капитала финансовый менеджер может столкнуться со следующими проблемами.

Во-первых, для определения рентабельности активов необходимо знать величину операционной прибыли, которая не используется в практике российского бухгалтерского учета. Ее приблизительным аналогом может выступать прибыль от продаж.

Во-вторых, необходимо достаточно точно определить среднюю расчетную ставку процента по заемным средствам. Это можно сделать только на основе данных внутреннего бухгалтерского учета, анализируя обороты по расчетным и ссудным счетам организации, с учетом времени, в течение которого использовались заемные средства.

В-третьих, необходимо учитывать тот факт, что в отличие от классической модели эффекта финансового левириджа в российской практике существуют выплаты по заемным средствам, источником которых является чистая прибыль. Согласно **ч. II Налогового кодекса РФ (гл. 25, ст. 269)** при отсутствии долговых обязательств, выданных в том же квартале на сопоставимых условиях, предельная величина процентов, признаваемых расходом, принимается равной ставке рефинансирования Банка России, увеличенной на 10%, — при оформлении долгового обязательства в рублях, и на 15 % — по кредитам в иностранной валюте. Следовательно, в случае превышения процентных ставок по заемным средствам над установленными Налоговым кодексом РФ величинами часть процентных выплат осуществляется за счет чистой прибыли организации. Следовательно, при

расчете эффекта финансового левериджа эту часть необходимо привести к доналоговой базе.

При определении налоговой базы не учитываются расходы в виде пени, штрафов и иных санкций, перечисляемых в бюджет и в государственные внебюджетные фонды (ст. 270, ч. II НК РФ), поэтому данные расходы также необходимо привести к доналоговой базе.

2. Оптимизация структуры капитала на основе анализа зависимости «Прибыль до выплаты процентов и налогов — Чистая прибыль на акцию» («EBIT - EPS») или «Прибыль до выплаты процентов и налогов - Рентабельность собственного капитала» («EBIT - ROE»). Метод «EBIT - EPS» помогает оценить альтернативы финансирования проектов, учитывая чистую прибыль на обыкновенную акцию *EPS* в зависимости от уровня прибыли до выплаты процентов и налогов (*EBIT*). Основной целью такого анализа является нахождение так называемых точек равновесия, в которых *EPS* (*ROE*) будет иметь одно и то же значение, независимо от выбранной схемы финансирования.

При значении прибыли до выплаты процентов и налогов выше точки равновесия финансирование с высокой долей заемных средств позволит получить более высокую чистую прибыль на акцию.

Точка равновесия вычисляется из следующего равенства:

$$\frac{(EBIT - In)(1 - T) - Dp}{n_1} = \frac{(EBIT - In)(1 - T) - Dp}{n_2}, \quad (3.1.6)$$

где *EBIT* — величина прибыли до выплаты процентов и налогов, д. е.;

*n*₁, *n*₂ — количество акций в обращении после принятия первого или второго планов финансирования;

Dp — дивиденды по привилегированным акциям, д. е.

Метод «*EBIT — EPS*» («*EBIT — ROE*») является производным от первого, и, следовательно, при его использовании финансовый менеджер может столкнуться с аналогичными проблемами.

Данный метод применим в случае привлечения дополнительных источников для финансирования инвестиционных проектов.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков.

Этот метод оптимизации структуры капитала связан с процессом дифференцированного выбора источников для финансирования различных составных частей активов организации. Известны четыре модели стратегии финансирования: идеальная; агрессивная; консервативная; компромиссная. Выбор той или иной модели сводится к выделению соответствующей доли долгосрочных источников финансирования, которая рассматривается как источник покрытия оборотных активов. Для каждой из четырех моделей соответствует свое балансовое уравнение, из которого определяется величина чистого оборотного капитала, величина которого определяет уровень финансовой устойчивости организации.

Необходимо сделать несколько замечаний по поводу моделей стратегии финансирования. Во-первых, предпочтительность той или иной модели следует считать условной, потому что каждой из них характерен тот или иной значимый вид риска.

Во-вторых, все эти модели не следует рассматривать как непосредственное руководство к действию, поскольку достаточно очевидно, что в реальной жизни строгое следование любой из описанных моделей попросту невозможно. Модели дают лишь самое общее представление о стратегии управления оборотными активами и источниками их покрытия, помогают понять суть того или иного подхода.

В-третьих, анализ ситуации и выявление модели, которая свойственна организации или представляется желательной, имеют особое значение с позиции перспективного финансового планирования.

В-четвертых, с практической точки зрения реализация какой-либо из моделей в том или ином приближении чаще всего осуществляется не путем варьирования долгосрочными источниками финансирования, а управлением

величиной оборотных активов и краткосрочных пассивов. Безусловно, не исключается и определенное варьирование величиной как собственного капитала (путем расчета той суммы прибыли, которая может быть выплачена в виде дивидендов), так и долгосрочных пассивов (привлечение или погашение долгосрочных кредитов).

В зависимости от своего отношения к финансовым рискам учредители создаваемого предприятия избирают один из рассмотренных вариантов финансирования активов. Предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала позволяют определить конкретные значения долей источников финансирования в их общем объеме для создаваемой организации, т. е. сформировать на предстоящий период целевую структуру капитала, в соответствии с которой будет осуществляться последующее его формирование путем привлечения финансовых ресурсов из соответствующих источников.

Решение об экономической привлекательности организации принимается инвесторами и собственниками на основе всестороннего анализа ее состояния и перспектив, в частности, оценки размеров ее собственного и заемного капитала и темпов их роста, рентабельности, финансовой устойчивости и платежеспособности. Для понимания причин ухудшения или улучшения финансово-экономического состояния организации представляется крайне важным проследить влияние величины финансового рычага в структуре капитала на финансовую устойчивость, платежеспособность и ликвидность организации.

Если следовать компромиссной концепции управления структурой капитала, то возрастание доли заемных средств, являющихся более дешевыми по сравнению с собственными, в общем объеме капитала организации способствует достижению более высокой рентабельности собственного капитала.

Однако известно, что эта более высокая рентабельность «компенсируется» потерей организацией финансовой устойчивости, так как с

увеличением доли заемных средств в структуре пассивов платежеспособность организации существенно снижается, и возникает проблема погашения долгов перед кредитными организациями и контрагентами. Очевидно, что высокий финансовый рычаг оказывает двойное влияние на финансово-экономическое состояние организации — увеличивает рентабельность собственного капитала и снижает финансовую устойчивость. Следовательно, существует экономическая граница привлечения заемного капитала, при достижении которой его цена возрастает до такой степени, что поглощает эффект, достигаемый налоговым преимуществом его использования. В этом случае цена заемного капитала организации и ее средневзвешенная цена сравниваются с ценой собственного капитала. Преступив этот уровень цены заемного капитала, организация теряет экономические стимулы к его привлечению.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его цены. Процесс этой оптимизации основан на предварительной оценке цены собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной цены капитала в целях подобрать такую структуру капитала, которая позволит максимизировать рыночную стоимость организации.

Принцип платности финансовых ресурсов является основой для расчета цены капитала. Исходя из определения цены капитала как относительной величины затрат, которые несет организация за привлечение финансовых ресурсов из различных источников, можно рассчитать цену капитала по формуле среднеарифметической взвешенной:

$$WACC = \sum_i^n K_i d_i, \quad (3.1.7)$$

где $WACC$ — средневзвешенная цена капитала, %;

K_i — цена i -го источника финансирования, %;

d_i — удельный вес i -го источника в структуре пассивов, коэффициент;

i — порядковый номер источника финансирования;

n — общее количество используемых организацией источников финансирования.

Необходимо отметить, что оптимизация структуры капитала только по критерию минимизации его средневзвешенной цены не совсем корректно отражает практику финансирования российских организаций. В условиях, когда большинство из них использует бесплатную кредиторскую задолженность как источник финансирования своей деятельности, имеющий минимальную цену, попытка снизить средневзвешенную цену капитала может привести к увеличению доли кредиторской задолженности, что в свою очередь может привести к снижению финансовой устойчивости.

Несмотря на это значение цены капитала является важнейшим индикатором, обосновывающим принятие финансовых решений прежде всего в области инвестиционной политики и для оценки рыночной стоимости самой организации.

Сведем ранее полученные данные по структуре капитала за последние три года в таблицу 17.

Таблица 17 - Структура капитала ПАО «Нижекамскнефтехим»

Параметр	Значение		
	2016	2017	2018
Собственный капитал, млн. руб.	109 261	133 916	158 809
Заемный капитал, млн. руб.	22 976	15 618	55 012
Финансовый леверидж	0,210	0,117	0,346
Доля заемного капитала, %	17,37	10,44	25,73

Исходя из вышеуказанных данных можно констатировать, что доля заемных средств в структуре капитала существенно выросла за последнее время, однако все равно остается меньше, чем у конкурентов по отрасли. Для оптимизации структуры капитала следует воспользоваться методом снижения средневзвешенной стоимости капитала.

3.2 Разработка экономико-математической модели по реализации предложенных рекомендаций.

В данном параграфе мы разработаем экономико-математическую модель для расчета оптимальной структуры капитала предприятия в соответствии с предложенными ранее рекомендациями. За основу будет взята методика снижения средневзвешенной стоимости капитала. Распишем выражение 3.1.7 более подробно:

$$WACC = r_D * (1 - T) * \frac{D}{V} + k_E * \frac{E}{V} = k_D * \frac{D}{V} + k_E * \frac{E}{V} \quad (3.2.1)$$

Таблица 18 - Ставки по займам и требуемая норма доходности владельцев акции.

Источник капитала	Сумма, млн. руб.	Удельный вес	Цена источника *	Стоимость капитала, %
Привилегированные акции	16 533,27	7,70	24,45	2,03
Обыкновенные акции	143 079,53	66,66	34,09	24,03
Облигации (+ прочие заемные активы)	55 012	25,63	8,37	2,15
Всего	214 624,81	100,0	X	28,21

*Примечание: Цена источника указана без надбавки за риск за долю заемного капитала (1,96 при доле заемного капитала 25,7%).

Как следует из полученных результатов, средневзвешенные затраты на капитал, необходимый для ведения хозяйственной деятельности фирмы при сложившейся структуре используемых источников и требуемых их владельцами ставок доходности, составляют 28,21%.

Соответственно, фирма должна осуществлять только такие проекты, рентабельность которых будет, по крайней мере, не ниже 25,7%. В противном случае она не обеспечит требуемые нормы доходности поставщикам капитала - владельцам обыкновенных и привилегированных акций, а также кредиторам.

Средневзвешенная цена капитала определяется на конкретный период времени, исходя из сложившихся экономических условий. При этом исходят из следующих допущений:

- рыночные и балансовые стоимости фирмы равны;
- существующая структура используемых источников финансирования является приемлемой или оптимальной и должна поддерживаться в будущем.

Таблица 19 - Расчет оптимальной структуры капитала ПАО
«Нижнекамскнефтехим»

Доля СК	Доля ЗК	Надбавка за риск для СК	Надбавка за риск для ЗК	Стоимость СК (ао+ап)	Стоимость ЗК	WACC
0%	100%	-	6,11	-	0,5116	-
5%	95%	25,11	5,17	0,5920	0,4328	0,4408
10%	90%	12,71	4,35	0,4680	0,3641	0,3745
15%	85%	8,58	3,71	0,4267	0,3109	0,3282
20%	80%	6,51	3,20	0,4060	0,2681	0,2957
25%	75%	5,27	2,79	0,3936	0,2336	0,2736
30%	70%	4,44	2,46	0,3853	0,2062	0,2600
35%	65%	3,85	2,18	0,3794	0,1823	0,2513
40%	60%	3,41	1,98	0,3750	0,1657	0,2494
45%	55%	3,07	1,72	0,3716	0,1441	0,2465
50%	50%	2,79	1,50	0,3688	0,1256	0,2472
55%	45%	2,56	1,12	0,3665	0,1189	0,2551
60%	40%	2,38	1,32	0,3647	0,1105	0,2630
65%	35%	2,22	1,06	0,3631	0,0887	0,2671
70%	30%	2,08	1,01	0,3617	0,0845	0,2786
75%	25%	1,96	1,0	0,3605	0,0837	0,2913
80%	20%	1,86	0,99	0,3595	0,0829	0,3042
85%	15%	1,77	0,98	0,3586	0,0820	0,3171
90%	10%	1,69	0,97	0,3578	0,0812	0,3301
95%	5%	1,62	0,96	0,3571	0,0804	0,3433

100%	0%	1,55	0,95	0,3564	0,0837	0,3564
------	----	------	------	--------	--------	--------

Исходя из данных расчетов можно сделать вывод, что оптимальная структура капитала для ПАО «Нижекамскнефтехим» при текущей рыночной конъюнктуре достигается при доле заемного капитала равного 56,0 %.

3.3 Расчет экономического эффекта от предложенных рекомендации.

Рассчитаем рыночную стоимость собственного капитала E при различных значениях средневзвешенной стоимости капитала, т.е. при различных уровнях долга. С учетом неизменной величины ожидаемой $EBIT$ эту стоимость можно определить следующим образом:

$$V = \frac{EBIT(1 - T)}{WACC} \quad (3.2.2)$$

Следовательно, при прочих равных условиях максимальная стоимость фирмы формально достигается минимизацией издержек на капитал.

Несмотря на то что теория не содержит однозначный ответ относительно формирования оптимальной структуры, соотношение (3.2.2) указывает формальный подход к ее определению.

Определим оптимальное сочетание займов и собственного капитала в финансировании.

Например, для $WACC$ равной 0,2513 рыночная стоимость собственного капитала составит:

$$V = (31\,489 \times (1 - 0,2)) / 0,2513 = 11\,425,83 \text{ млн. руб.}$$

При этом доля долга в структуре капитала на базе рыночных оценок

$$D / V = 103\,748,0 / 100\,249,9 = 1,0349 \text{ или } 103,49\%.$$

Полный расчет значений искомых переменных для рассматриваемого примера приведен в таблице 20.

Таблица 20 - Расчет основных параметров и оптимальной структуры капитала

D, млн. руб.	k _E , %	E, млн. руб.	k _D , %	WACC, %	V млн. руб.	D/V, %
159613	-	-	51,16	-	-	-
151632	59,20	57148,32	43,28	44,08	57148,32	2,6533
143652	46,80	67268,83	36,41	37,45	67268,83	2,1355
135671	42,67	76738,54	31,09	32,82	76738,54	1,7680
127690	40,60	85191,85	26,81	29,57	85191,85	1,4989
119710	39,36	92069,3	23,36	27,36	92069,3	1,3002
111729	38,53	95905,72	20,62	26,00	96905,72	1,1530
103748	37,94	100249,9	18,23	25,13	100249,9	1,0349
95768	37,50	100992,8	16,57	24,94	100992,8	0,9483
87787	37,16	102198,7	14,41	24,65	102198,7	0,8590
79806	36,88	101916,5	12,56	24,72	101916,5	0,7831
71826	36,65	98766,05	11,89	25,51	98766,05	0,7272
63845	36,47	95779,08	11,05	26,30	95779,08	0,6666
55864	36,31	94325,15	8,87	26,71	94325,15	0,5923
47884	36,17	90436,55	8,45	27,86	90436,55	0,5295
39903	36,05	86478,54	8,37	29,13	86478,54	0,4614
31923	35,95	82818,77	8,29	30,42	82818,77	0,3855
23942	35,86	79438,96	8,20	31,71	79438,96	0,3014
15961	35,78	76304,85	8,12	33,01	76304,85	0,2092
7981	35,71	73387,55	8,04	34,33	73387,55	0,1087
0	35,64	70682,38	8,37	35,64	70682,38	0

Как следует из полученных результатов, оптимальной по максимуму стоимости фирмы является величина долга, равная 83 797 млн руб., что соответствует его доле в структуре капитала 52,5%. При этом стоимость фирмы будет 102 057,6 млн руб. (т. е. максимальна), а ее WACC - минимальна (24,68%).

Значение средневзвешенной стоимости капитала в зависимости от структуры капитала (величины долга) приведен на рисунок 8.

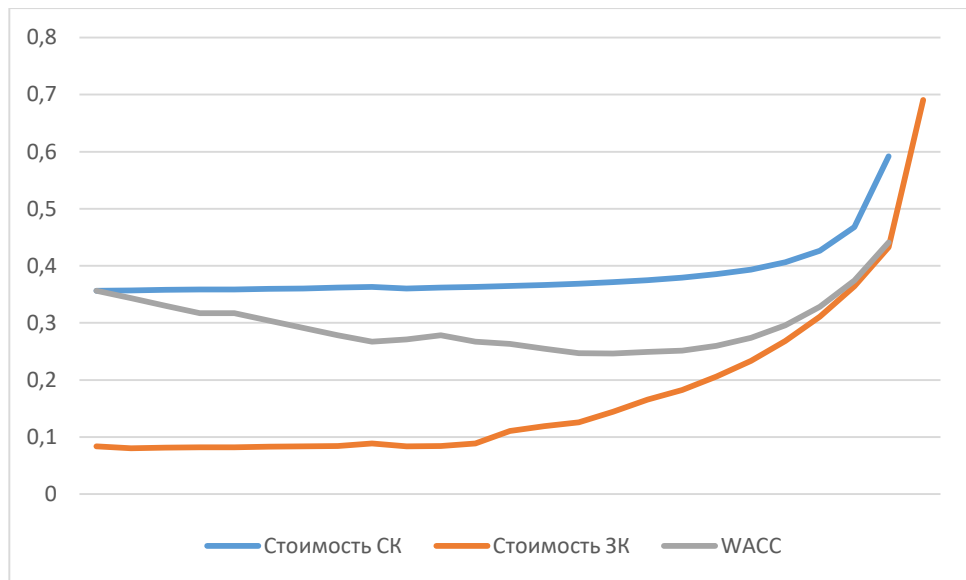


Рисунок 8 - График средневзвешенной стоимости капитала в зависимости от структуры капитала (величины долга).

График зависимости стоимости фирмы от структуры капитала (величины долга) приведен на рисунок 9.

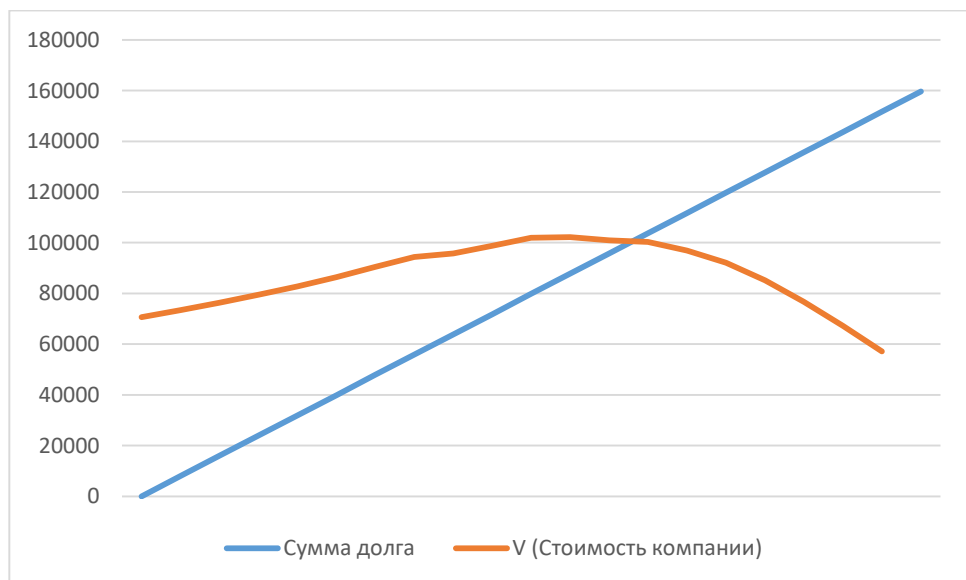


Рисунок 9 - График зависимости стоимости фирмы от структуры капитала (величины долга).

На практике желаемая величина заемных средств (уровень финансового рычага) по различным причинам могла бы отличаться от оптимальной (83 797

млн руб.) в большую или меньшую сторону. Графический анализ наглядно показывает, что в целом близкий к оптимальному объем долга лежит в диапазоне от 63 845 до 95767 млн руб. (т. е. при уровне заемных средств от 40 до 70%).

Таким образом, менеджмент имеет возможность выбора приемлемого для данных условий сочетания займов и собственного капитала.

Рассмотренный пример значительно упрощен в целях наглядности.

В современных исследованиях совместно с расчетом средневзвешенной стоимости капитала определяется значение эффекта финансового рычага (финансового левиреджа). Для ПАО «НКНХ» значение эффекта финансового рычага в 2018 году равняется 0,033%, а это означает, что компания практически не использует данный инструмент и может увеличить рентабельность собственного капитала за счет привлечения дополнительных заемных ресурсов.

Рассчитаем эффект финансового рычага при доле заемных средств 52,5% по формуле:

$$DFL = (1 - t) * (ROA - r) * \frac{D}{E}, \quad (2)$$

Где ROA – рентабельность активов

K – ставка процента по заемным средствам.

$$DFL = (1-0,2)*((24782 / ((213821+151069)/2)-13,75)*(83797/158809) = +2,04%$$

Таким образом наличие кредитного плеча является главным фактором возрастания уровня рентабельности собственного капитала, в то же время резкое увеличение объемов заемного капитала снижает финансовую устойчивость предприятия, генерируя дополнительные риски потери создаваемой прибыли, а в крайних случаях — и потери самого предприятия.

Для полноты картины рассмотрим положение с заемными средствами на других предприятиях отрасли. Информация о структуре капитала крупнейших отечественных компаний представлена в Приложении 1.

Проанализировав данную информацию, можно констатировать следующее: диапазон долей заемных средств на указанных предприятиях составляет величину от 10,97% (Саратовский НПЗ) до 57,06 % (ПАО «СИБУР»). Четко прослеживается зависимость доли заемных средств от этапа реализации инвестиционной программы. Тем самым становится понятно, что финансовый менеджмент капиталоемких нефте- и газо-химических компаний несмотря на явную дороговизну собственного капитала стремится соблюсти определенный баланс в структуре капитала с целью сохранения финансовой устойчивости предприятия и снижения финансовых рисков. Подобная стратегия позволяет гибко, в масштабах огромного предприятия, реагировать на рыночные вызовы и оставляет запас прочности не только для модернизации имеющихся установок, но и дает возможность для своевременного технического перевооружения и наращивания новых мощностей, повышающих количество и качество номенклатуры выпускаемой продукции.

Основываясь на вышесказанном, можно сделать вывод о том, что структура капитала ПАО «Нижекамскнефтехим», имеет отличие от соотношений собственных и заемных средств промышленных предприятий-аналогов, в силу особенностей своего развития. Текущая структура капитала не является оптимальной для компании, что доказывает высокое значение средневзвешенной стоимости капитала. Однако нельзя игнорировать тот факт, что тенденция к оптимизации структуры капитала путем увеличения доли заемных средств имеет место, так как компания за последнее время интенсифицировала свою работу на рынке капитала. Выпуск облигации в конце 2018 г. и привлечение проектного финансирования от синдиката немецких банков для строительства олефинового комплекса является прямым тому доказательством. Дальнейшие работы, связанные с расширением линейки выпускаемой продукции за счет привлечения заемных средств,

позволят компании улучшить показатель рентабельности активов предприятия, как за счет эффекта финансового рычага, так и за счет эволюционного роста нефтехимического гиганта.

В то же время, необходимо сказать, что погоня за максимизацией стоимости не должна осуществляться в ущерб финансовой устойчивости предприятия, так как ПАО «Нижнекамскнефтехим», ко всему прочему, является градообразующим предприятием, что невольно вынуждает не забывать о социальной составляющей, которая прямо влияет на общественную жизнь моногорода и региона.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ.

В первой главе магистерской работы исследованы теоретические основы анализа собственного и заемного капитала. Средства предприятия являются превращенной формой финансовых ресурсов, они материализуют их финансовую сущность в процессе хозяйственного кругооборота стоимости. Совершенствование и рациональное использования финансового капитала составляет основу всей финансовой деятельности предпринимательских структур. Состав ресурсов, их объем зависят от вида и масштабности предприятия, направления деятельности, объемов производимых продуктов. Производство, и производимая продукция тесно связаны объемами между собой, как следствие, обеспеченность эффективностью работы организации. Чем выше производство и работа предприятия, тем больше объем собственных финансовых ресурсов и наоборот. Исходя из финансовой отчетности предприятий, финансовый капитал можно разделить на собственный и заемный. Как показывает практика, эффективность использования заемного капитала выше, чем собственного, но с его использованием связан больший финансовый риск и уменьшения финансовой устойчивости предприятия. Задачей успешного развития предприятий выступает качественное управление их капиталом. При этом обоснование оптимальной структуры капитала предприятия, выбор рационального способа наращивания его компонентов, учета стоимости и рисков обеспечивает устойчивое развитие предприятия. Анализ и оценка собственного и заемного капитала начинается с изучения состава и структуры капитала, выяснения причин изменения отдельных его составляющих и оценки этих изменений. Заканчивается анализ исследованием эффективности использования собственного и заемного капитала. Во второй главе проведен анализ собственного и заемного капитала ПАО «Нижекамскнефтехим». Компания предлагает широкий ассортимент продукции. Анализ основных технико-экономических показателей свидетельствует об улучшении работы компании

в изучаемом периоде и эффективной финансовой деятельности. На основе рассчитанных данных можно сказать, что в целом предприятие имеет стабильное положение на рынке, о чем свидетельствуют показатели структуры, состава капитала ПАО «Нижекамскнефтехим», которые к тому же продолжают изменяться в лучшую сторону. В целом показатели, характеризующие эффективность использования собственного и заемного капитала ПАО «Нижекамскнефтехим» удовлетворительны. Есть проблемы в части рентабельности активов и эффекта финансового рычага. То есть у компании есть возможность дальнейшей оптимизации структуры соотношения собственных и заемных источников формирования капитала, без ущерба для финансовой устойчивости. Структура капитала ПАО «Нижекамскнефтехим» требует оптимизации. Предлагается осуществить оптимизацию за счет увеличения заемных средств с учетом критерия максимизации средневзвешенной стоимости капитала. Проведенные расчеты показали, что на данном предприятии при росте доли заемного капитала средневзвешенная стоимость капитала растет одновременно с увеличением эффекта финансового рычага, а следовательно, получения кредита является выгодным. Причиной этого является низкая рентабельность собственного капитала. В третьей главе разработаны решения проблем, выявленных в ходе анализа собственного и заемного капитала. На основе построения имитационной модели управления структурой капитала организации, рассмотрен один из возможных вариантов оптимизации структуры источников финансирования путем увеличения доли заемного капитала. Проведя расчет оценки влияния увеличения заемного капитала, можно сделать вывод об улучшении рентабельности активов предприятия.

«Данная работа выполнена мною самостоятельно»

« _____ » _____ 20____ г.
(дата сдачи – заполняется от руки)

(подпись автора)

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Конституция Российской Федерации от 12.12.93.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30 ноября 1994 г. №51-ФЗ. (с дополн. и измен. 2019 г.).
3. Налоговый кодекс Российской Федерации: [ФЗ.: принят Гос. Думой 31 июля 1998 г.] (в ред. от 28.11.2019).
4. Федеральный закон от 25.02.1999 №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (с дополн. и измен. от 2 августа 2019 года)
5. Федеральный закон от 22.04.1996 №139-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с изменениями на 2 декабря 2019 года).
6. Федеральный закон от 26.12.1995 №218-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями на 2 декабря 2019 года).
7. Федеральный закон от 06.12.2011 №402-ФЗ «О бухгалтерском учёте» от 06.12.2011 № 402-ФЗ (редакция от 26.07.2019 года).
8. Приказ Минфина РФ от 02.07.2010 № 66н «О формах бухгалтерской отчётности организаций» (в ред. от 19.04.2019)
9. Анализ хозяйственной деятельности: Учебное пособие / Бариленко В.И. - М.: Издательство «Омега-Л», 2015 в последнем издании. - 414 с.
10. Бердникова Т. Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия. - АСТ, Астрель, Харвест, 2016. - 215с.
11. Бороненкова, С.А. Бухгалтерский учет и экономический анализ в страховых организациях: Учебник / С.А. Бороненкова, Т.И. Буянова. - М.: ИНФРА-М, 2016 в последнем издании. - 478 с.
12. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов: Пер.с английского / Р.Брейли, С.Майерс. – 2-е изд. – М.: Олимп-Бизнес, 2015 – 1008с.
13. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс в 2-х томах / Пер.с английского, под ред. В.В.Ковалева/ - Спб.; Экономическая школа, 2017. – 786с.21.

14. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент / Ю.Бригхем, М.Эрхард. – Спб.:ПИТЕР, 2015. – 960 с.
15. Гаврилова А.Н., Попов А.А. Финансы организаций (предприятий). – М.: Кнорус, 2017. – 606 с.
16. Галицкая С.В. Финансовый менеджмент. Финансовый анализ. Финансы предприятия. – М.: Эксмо, 2015 в последнем издании. – 652 с.
17. Герасименко. А.В. Финансовая отчетность для руководителей и начинающих специалистов / Алексей Герасименко. - – 10-е изд., перераб. и доп. М : Альпина Паблишер, 2019 – 432 с
18. Гинзбург, А.И. Экономический анализ / А.И. Гинзбург. - СПб.: Питер, 2015 в последнем издании. – 208 с.
19. Губин, В.Е. Анализ финансово-хозяйственной деятельности: Практикум. Гриф МО РФ/ В.Е. Губин, О.В. Губина. - М.: Форум, 2018. - 193 с.
20. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценок любых активов / Асват Дамодаран.; Пер. с англ. – 10-е изд., перераб. и доп. – М: Альпина Паблишер, 2017 – 1316 с.
21. Земсков, В.В. Отрицательная величина собственного капитала: на что это влияет/ В.В. Земсков// Финансовые и бухгалтерские консультации. - 2014. - № 11. - С.13-16.
22. Ионова А.Ф., Селезнева Н.Н. Финансовый анализ: Учебник / А.Ф. Ионова. – М.: Изд -во «Проспект», 2017. – 624 с. 70
23. Каплан Р.С., Нортон Д.П. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию: Пер.с англ. Р.Каплан, Д.Нортон. – 5-е изд. – М.: Олимп-Бизнес, 2015. – 520с.
24. Кириченко Т.В. Финансовый менеджмент: [Электронный ресурс]: Учебник/ Кириченко Т.В. - М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2018.
25. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2015. – 560 с.

26. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Проспект, 2017. – 1024 с.
27. Комплексный анализ хозяйственной деятельности. / под ред. Шеремет А.Д. - М: Инфра - М, 2016 - 415с.
28. Корпоративные финансы: Учебник для вузов/под ред. М.В. Романовского, И.А.Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. – СПб.: Питер, 2016.
29. Крылов С.И. Финансовый анализ: учебное пособие. / С. И. Крылов. — Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2016. — 160 с.
30. Либерман, И.А. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности. В последнем издании / И.А. Либерман. - М.: Риор, 2015. - 220 с.
31. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: учебник/ И.Я.Лукасевич: М-во образ, и науки РФ – 3-е изд. Испр. – М.: Национальное образование, 2012 (2013) -768с.
32. Любушин, Н.П. Анализ финансового экономической деятельности предприятия/ Н.П. Любушин, В.Б. Лещева, В.Г. Дьякова. - М.: ЮНИТИ, 2017.
33. Любушин Н.П. Финансовый анализ: учебник. - 2-е изд., перераб. И доп. - М.: Эксмо, 2017. - 289 с.
34. Маркин Ю.П. Экономический анализ: Учебник / Ю.П. Маркин. – М.: Омега-Л, 2018. – 451 с.
35. Мельник М. В., Герасимова Е. Б. Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия: учеб. пособие. – М.: ФОРУМ: ИНФРА-М, 2016. – 198 с.
36. Методика комплексного анализа хозяйственной деятельности. Учебное пособие / Г.В. Савицкая. – М.: ИНФРА-М, 2015. – 408с.
37. Парушина Н. В. Анализ собственного и привлечённого капитала// Бухгалтерский учёт. - 2015. - № 3.- с. 72 - 78.
38. Пожидаева, Т.А. Анализ финансовой отчетности: Учебное пособие. Гриф УМО МО РФ/ Т.А. Пожидаева. - М.: КноРус, 2016. - 320 с. 71

39. Пястолов С.М. Экономический анализ деятельности предприятий: учеб. пособие для вузов / С.М. Пястолов. - М.: Академический Проект, 2018. - 572 с.
40. Савицкая Г.В. Экономический анализ. - 13-е изд. доп. и перераб. - М.: Новое знание, 2015. - 705 с.
41. Сергеев И.В., Веретенникова И.И. Экономика организаций (предприятий): учеб. / под ред. И.В. Сергеева. 3-е изд., и доп. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2014. - 560 с.
42. Скамай Л.Г., Трубочкина М.И. Экономический анализ деятельности предприятия – М.: ИНФРА-М, 2015 в последнем издании. – 296с.
43. Сытин. Л.Е. Рынок ценных бумаг: учебник / [Басс А.Б и др.]; под ред. Е.Ф. Жукова. - М.: Волтерс Клувер, 2015. – 638с.
44. Финансовый менеджмент. Проблемы и решения: Учебник / под ред. А.З.Бобылевой. – М.: Юрайт, 2015-904с.
45. Финансовый менеджмент: учебник для студ. вузов и обуч. по спец. «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» / Е.И. Шохин (и др.); под ред. Е.И. Шохина – 4-е изд., стер. – М.: КноРус, 2015-475с. VOOK.ru. Внешний ресурс.
46. Финансы предприятий: Учебник для вузов / Н.В. Колчина, Г.Б. Поляк, Л.П. Павлова и др. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. - 447 с.
47. Черненко, А.Ф. Анализ финансовой отчетности: Учебное пособие. Гриф УМО по классическому университетскому образованию/ А.Ф. Черненко, А.В. Башарина. - М.: Феникс, 2014. - 285 с.
48. Чечевицына, Л.Н. Анализ финансово-хозяйственной деятельности: Учебник. Гриф МО РФ/ Л.Н. Чечевицына. - М.: Феникс, 2015. - 378 с.
49. Филатова, Т.В. Финансовый менеджмент: Учебное пособие / Т.В. Филатова. - М.: ИНФРА-М, 2015. - 236 с.
50. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник/Под ред. Е.С.Стойковой — 6-е изд. - М.: Перспектива, 2014. - 263 с. 72

51. Хиггинс, Р. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями / Р. Хиггинс; Пер. с англ. А.Н. Свирид. - М.: Вильямс, 2015. - 464 с.
52. Официальный сайт Центрального Банка России – <http://www.cbr.ru>
53. Московская биржа - www.micex.ru
54. Федеральная служба государственной статистики - www.gks.ru
55. Интернет-страница Информационного агентства Cbonds - www.cbonds.ru
56. Интернет-страница ПАО «Нижекамскнефтехим» - www.nknh.ru
57. Справочная правовая система «КонсультантПлюс»-www.consultant.ru
58. Сайт компании Bloomberg - www.bloomberg.ru
59. Ермак А.К. Рынок облигаций: корпоративные размещения набирают обороты/ А. К. Ермак – текст электронный // «ВестиЭкономика». - URL: <https://www.vestifinance.ru/articles/121983> (дата обращения 22.11.2019).
60. Дивидендный календарь // БКС-Экспресс. – URL: <https://bcs-express.ru/dividenuj-kalendar?year=2015> (дата обращения 20.11.2019).
61. Облигация ОФЗ 26210 (RU000A0JTG59) [Электронный ресурс] URL: <https://smart-lab.ru/q/bonds/SU26210RMFS3/> (дата обращения 20.10.2019).
62. Значение и структура индексов «МосБиржа Полная доходность» [Электронный ресурс] URL: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/> (дата обращения 20.10.2019).
63. Бета без учета структуры капитала [Электронный ресурс] URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (дата обращения 20.10.2019).
64. Баранова В. Краткое описание российского рынка облигаций: Текущая структура, прошлое и будущее / Баранова В. Куликов Д. – текст электронный // АКРА. – URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/1119> (дата обращения 27.11.2019).
65. Новости по компании ПАО «Нижекамскнефтехим» – текст электронный // Информационно-аналитический центр RUPEC. – URL:

http://rupec.ru/search/?set_filter=Y&q=%D0%BD%D0%BA%D0%BD%D1%85&start=&end= (дата обращения 02.12.2019).

66. Интернет-страница ПАО «Казаньоргсинтез» - <https://www.kazanorgsintez.ru/>

67. Интернет-страница ПАО «Саратовский НПЗ» - <http://www.saratov-npz.ru/>

68. Интернет-страница ПАО «Метафракс» - <http://www.metafrax.ru/>

69. Интернет-страница ПАО "СИБУР Холдинг" - <https://www.sibur.ru/>

ПРИЛОЖЕНИЕ 1 - СТРУКТУРА КОМПАНИИ НЕФТЕХИМИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ И ЕГО СТОИМОСТЬ В 2018 Г.

Показатели	Показатели		Стоимость капитала, %	Текущие инвестиционные проекты	Финансирование
	По балансу, млн. руб.	Доля, %			
ПАО «Нижнекамскнефтехим»					
Собственный капитал и резервы	158 809 160	74,27	34,85	- Строительство этиленового комплекса мощностью 600 тыс. т. этилена в год Партнер – Linde AG (ФРГ) – соглашение подписано в июне 2017 г. Стоимость 234,2 млрд. руб. Начало строительства – 2 пол. 2019 г. Ввод в эксплуатацию – 2023 г. - Строительство собственной электростанции мощностью 495 МВт (парогазовая установка, ПГУ). Партнер – Siemens (ФРГ). Соглашение подписано в декабре 2017 г. Стоимость – 352 млн. евро Ввод в эксплуатацию – 2021 г.	- Май 2018г. - 807 млн. евро – консорциум немецких банков во главе с Deutsche Bank под прикрытием страхового полиса «Ойлер Гермес» (Euler Hermes) - Октябрь 2018 г. - долгосрочное кредитное соглашение на срок до 2033 года на сумму около 240 млн евро с Deutsche Bank под прикрытием страхового полиса «Ойлер Гермес» (Euler Hermes). - Ноябрь 2018 г. – выпуск 10-ти летних облигации в рублях в размере 15 млрд. руб. Номинальная стоимость программы - до 40 млрд рублей.
Заемные средства	55 012 173	25,73	8,37		
Всего используемого капитала	213 821 333	100,0	28,21		
Казаньоргсинтез					
Собственный капитал и резервы	65 953 154	89,03	34,92	- Финансирование объектов капитального строительства в 2018 г. – 12 млрд. руб. (в 2017 г. – 8 млрд. руб.) - Строительство собственной электростанции мощностью 250 МВт (парогазовая установка, ПГУ) Партнер – Siemens (ФРГ). Соглашение подписано в октябре 2018 г. Стоимость – 220 млн. евро Ввод в эксплуатацию – 2023 г.	- Финансирование за счет собственных средств Казаньоргсинтез. - 100%-ое финансирование за счет средств головной фирмы - ТАИФ.
Заемные средства	8 123 404	10,97	7,24		
Всего используемого капитала	74 076 558	100,0	31,88		
Саратовский НПЗ					
Собственный капитал и резервы	27 090 904	84,31	35,29	Программа повышения операционной эффективности (ПОЭ) путем плановой модернизации технологических установок	Собственные средства компании
Заемные средства	5 051 404	15,72	7,42		
Всего используемого капитала	32 133 362	100,0	30,92		
Метафракс					
Собственный капитал и резервы	41 297 169	67,26	36,58	Строительство комплекса АКМ (Аммиак-карбамид-меламин) мощностью 575 тыс. тонн карбамида, 308 тыс. тонн аммиака и 41 тыс. тонн меламина в год. Лицензиар – Casale SA (Швейцария) Стоимость 950 млн. евро. Начало строительства – 2016 г. Ввод в эксплуатацию – 2021 г.	Для реализации инвестиционных проектов «Метафракс» привлекает кредит в Газпромбанке на 13 лет в рублях и валюте: - 27 млрд. руб. (оплата услуг генподрядца) - 280 млн. евро (оборудование и инжиниринг) 15% - собственные средства
Заемные средства	20 099 772	32,73	8,51		
Всего используемого капитала	61 396 941	100,0	27,39		
СИБУР					
Собственный капитал и резервы	540 464 000	42,94	38,43	Строительство интегрированного комплекса «ЗапСибНефтехим» (строительство установки пиролиза мощностью 1,5 млн тонн этилена в год (технология Linde AG, ФРГ) Стоимость - 9,5 млрд. долл. (оценка 2014 г.) Начало строительства – 2014 г. Ввод в эксплуатацию – 2019 г. Строительство завода по производству бутылкаучука совместно с Reliance Industries на Западе Индии мощностью 120 тыс. т. Стоимость - 450 млн. долл. (оценка 2013 г.) Начало строительства – 2014 г. Ввод в эксплуатацию – 2019 г. Амурский ГХК мощностью 1,5 млн тонн этилена в год с дальнейшей переработкой в полиэтилен. Стоимость – 7-9 млрд. млн. долл. (оценка 2018 г.) Начало строительства – 2020 г. (Решение еще не принято) Ввод в эксплуатацию – 2024 г.	Финансирование: - 65% составляют собственные средства СИБУР - 20% - средства ФНБ и РФПИ - 1,75 млрд. долл. - 25% - средства экспортно-кредитных агентств. СП Reliance Industries и Сибур Холдинг (Reliance Industries – 74,9%, Сибур Холдинг - 25,1%) 25% участники СП финансируют напрямую; 75% - через проектный кредит на СП – 330 млн.долл. Проектное финансирование: СИБУР – 50% SINOPEC (Китай) – 40 % Сторонний инвестор – до 10%.
Заемные средства	718 182 000	57,06	9,34		
Всего используемого капитала	1 258 646 000	100,0	21,83		

Источник: Собственные расчеты [66-69]

ПРИЛОЖЕНИЕ 2 – БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС (2016,2017,2018 гг.)

Пояснения	Наименование показателя	Код строки	На 31 декабря 2018 г.	На 31 декабря 2017 г.	На 31 декабря 2016 г.
1	2	3	4	5	6
	АКТИВ				
	I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
	Нематериальные активы	1110	10 326	7 935	1 490
3.1	Результаты исследований и разработок	1120	454 067	483 322	503 475
3.2	Основные средства	1150	94 616 198	74 698 416	64 206 569
3.4	Финансовые вложения	1170	4 388 218	4 808 801	5 242 253
3.13	Отложенные налоговые активы	1180	444 630	423 450	441 745
3.3	Прочие внеоборотные активы	1190	1 216 467	1 606 740	1 068 516
	Итого по разделу I	1100	101 129 906	82 028 664	71 464 048
	II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
3.5	Запасы	1210	18 972 335	20 689 258	17 866 470
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	162 216	1 727 307	1 504 274
3.6	Дебиторская задолженность	1230	46 742 685	16 629 997	29 780 214
3.4	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	15 000 000	-	-
3.7	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	30 566 671	24 121 360	6 893 809
3.8	Прочие оборотные активы	1260	855 520	463 969	806 801
	Итого по разделу II	1200	112 299 427	63 631 891	56 851 568
	БАЛАНС	1600	213 429 333	145 660 555	128 315 616

Пояснения	Наименование показателя	Код строки	На 31 декабря 2018 г.	На 31 декабря 2017 г.	На 31 декабря 2016 г.
1	2	3	4	5	6
	ПАССИВ				
	III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
3.9	Уставный капитал	1310	1 830 240	1 830 240	1 830 240
	Переоценка внеоборотных активов	1340	6 183 729	6 203 558	6 213 999
	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	27 750	29 949	29 949
3.10	Резервный капитал	1360	112 445	112 445	112 445
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	148 098 996	123 819 278	100 101 669
	Итого по разделу III	1300	156 253 160	131 995 470	108 288 302
	IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
3.11	Заемные средства	1410	37 839 998	-	-
3.13	Отложенные налоговые обязательства	1420	3 144 023	2 594 884	2 737 439
	Прочие обязательства	1450	4 606	495 047	-
	Итого по разделу IV	1400	40 988 627	3 089 931	2 737 439
	V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
3.11	Заемные средства	1510	64 420	-	-
3.12	Кредиторская задолженность	1520	11 347 391	8 592 579	13 473 212
	Доходы будущих периодов	1530	393 056	425 833	458 611
3.18	Оценочные обязательства	1540	1 565 980	1 328 735	1 276 937
	Прочие обязательства	1550	2 816 699	228 007	2 081 115
	Итого по разделу V	1500	16 187 546	10 575 154	17 289 875
	БАЛАНС	1700	213 429 333	145 660 555	128 315 616

ПРИЛОЖЕНИЕ 3 – КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ

ГРУППА НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ

Консолидированная финансовая отчетность по МСФО
за год, закончившийся 31 декабря 2018 года
(в миллионах российских рублей, если не указано иное)



Консолидированный отчет о совокупном доходе

	Прим.	2018 г.	2017 г.
Выручка	8	193 859	167 628
Себестоимость	9	(147 436)	(118 963)
Валовая прибыль		46 423	48 665
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	10	(15 967)	(17 852)
Прочие операционные расходы, нетто	11	(811)	(81)
Прибыль от операционной деятельности		29 645	30 732
Процентные доходы		739	1 047
Процентные расходы		(99)	(125)
Убыток от реализации дочерней компании		-	(269)
Переоценка финансовых активов, оцениваемых по справедливой стоимости, с признанием ее изменения в прибылях и убытках	16	(51)	-
Прибыль от курсовых разниц, нетто		1 146	89
Доля в прибыли ассоциированных компаний	15	86	70
Прибыль до налогообложения		31 466	31 544
Расход по налогу на прибыль	12	(6 684)	(6 693)
Прибыль за год		24 782	24 851
Прочий совокупный доход:			
<i>Статьи, которые впоследствии могут быть реклассифицированы в прибыли или убытки:</i>			
Изменение справедливой стоимости инвестиций, имеющих в наличии для продажи		-	(179)
Курсовые разницы по пересчету показателей иностранных подразделений в валюту представления консолидированной финансовой отчетности		167	93
Налог на прибыль, относящийся к статьям, которые впоследствии могут быть реклассифицированы в прибыли или убытки		-	36
Итого статьи, которые впоследствии могут быть реклассифицированы в прибыли или убытки		167	(50)
<i>Статьи, которые не будут реклассифицированы в состав прибылей или убытков</i>			
Переоценка обязательств по вознаграждениям по окончании трудовой деятельности	27	(37)	(127)
Итого статьи, которые не будут реклассифицированы в состав прибылей или убытков		(37)	(127)
Итого прочий совокупный доход		130	(177)
Итого совокупный доход		24 912	24 674
Прибыль, причитающаяся:			
Акционерам материнской компании		24 689	24 793
Неконтролирующей доле участия		93	58
Прибыль за год		24 782	24 851
Итого совокупный доход, причитающийся:			
Акционерам материнской компании		24 746	24 588
Неконтролирующей доле участия		166	86
Итого совокупный доход		24 912	24 674
Базовая и разводненная прибыль на акцию (в российских рублях)		13,49	13,55

ГРУППА НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ

Консолидированная финансовая отчетность по МСФО
за год, закончившийся 31 декабря 2018 года
(в миллионах российских рублей, если не указано иное)


Консолидированный отчет о финансовом положении

	Прим.	31 декабря 2018 г.	31 декабря 2017 г. (пересмотрено)	31 декабря 2016 г. (пересмотрено)
АКТИВЫ				
Внеоборотные активы				
Основные средства	13	111 766	81 496	72 474
Нематериальные активы	14	454	323	351
Инвестиции в ассоциированные компании	15	540	544	542
Финансовые активы	16	1 679	1 788	1 888
Отложенные налоговые активы	12	682	586	677
Гудвил	17	83	83	83
Прочие внеоборотные активы	18	1 546	1 366	801
Итого внеоборотные активы		116 750	86 166	76 816
Оборотные активы				
Товарно-материальные запасы	19	19 357	22 082	19 529
Торговая и прочая дебиторская задолженность	7, 20	6 937	7 644	8 171
Предоплата по налогу на прибыль		23	1 016	368
Прочие налоги к возмещению и предоплата по налогам	21	9 010	7 147	7 696
Финансовые активы	16	15 000	-	40
Авансы выданные	22	15 758	2 641	14 044
Денежные средства и их эквиваленты	23	30 986	24 373	7 108
Итого оборотные активы		97 071	64 903	56 956
Итого активы		213 821	151 069	133 772
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Капитал и резервы				
Акционерный капитал	24	6 332	6 332	6 332
Резерв по переоценке финансовых активов		-	(85)	58
Резерв на курсовые разницы		370	276	211
Нераспределенная прибыль		151 263	126 696	102 031
Итого капитал, принадлежащий акционерам материнской компании		157 965	133 219	108 632
Неконтролирующая доля участия		844	697	629
Итого капитал		158 809	133 916	109 261
Долгосрочные обязательства				
Долгосрочные кредиты и займы	25	32 783	50	49
Отложенные налоговые обязательства	12	3 795	3 100	3 044
Прочие долгосрочные обязательства	26	1 095	1 042	989
Итого долгосрочные обязательства		37 673	4 192	4 082
Краткосрочные обязательства				
Краткосрочные кредиты и займы	25	802	472	967
Торговая и прочая кредиторская задолженность	7, 28	6 366	6 345	8 177
Авансы полученные и начисленные обязательства	29	6 173	5 163	8 119
Задолженность по налогу на прибыль		61	7	2
Задолженность по прочим налогам	30	3 920	951	3 047
Задолженность по дивидендам		17	23	117
Итого краткосрочные обязательства		17 339	12 961	20 429
Итого обязательства		55 012	17 153	24 511
Итого капитал и обязательства		213 821	151 069	133 772