

**Тема 3. Современные методы
и инструменты
финансирования
деятельности компании**

1. Экономическая сущность финансовых ресурсов (капитала)

Понятие и виды капитала

Капитал (от лат. *capitalis* — главный, главное имущество) — это общая стоимость финансовых ресурсов, авансированных в предприятие.

Капитал — важнейший фактор производства.

Капитал — это финансовый фундамент, на котором строится экономика отдельного предприятия и государства в целом.

资本

Рис. 1. «Цзы-бэнь»

Классификация капитала:

1. по принадлежности:

- собственный,
- заемный,

2. по объекту инвестирования:

- оборотный,
- основной,

3. по форме нахождения в процессе кругооборота финансовых ресурсов:

- денежный капитал,
- производительный капитал,
- товарный капитал,

4. по характеру использования:

- потребляемый,
- накапливаемый.

Источники финансирования деятельности компании

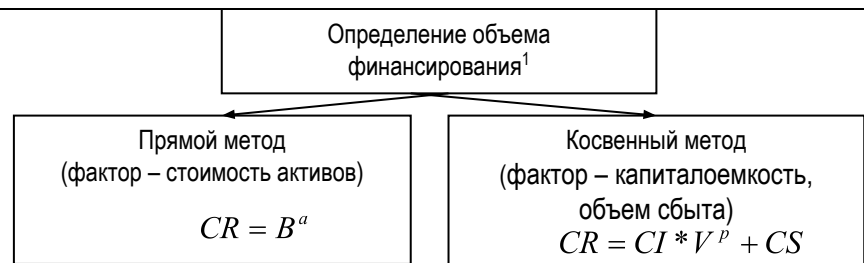


Рис. 2. Методы определения объема финансирования деятельности компании

Таблица 1. Характеристика источников финансирования деятельности компании

Критерий ^а	Собственный капитал ^а	Заемный капитал ^а
Риск ^а	Обеспечивает финансовую устойчивость и платежеспособность ^а	Создает риск неплатежеспособности и банкротства ^а
Стоимость ^а	Высокая стоимость привлечения ^а	Относительно низкая стоимость привлечения ^а
Доходность ^а	Обладает высокой способностью генерировать прибыль ^а	Обеспечивает возможность приращения рентабельности собственного капитала (создает эффект финансового левириджа) ^а
Вывод ^а	Компания, использующая только собственный капитал, соответствует принципам самофинансирования, что обеспечивает финансовую устойчивость, значительные конкурентные преимущества, благоприятные возможности для роста. Заемное финансирование всегда сопряжено с финансовыми рисками и создает угрозу банкротства. Однако отказ от него ограничивает темпы развития и возможности наращивания прибыли. ^а	

Принятие обоснованного решения относительно источников финансирования требует оценки сопутствующих им рисков, стоимости и доходности

2. Рентабельность собственного капитала. Финансовый и операционный левиредж как механизмы приращения рентабельности и меры риска

$$ROE = NP / E_c$$

Увеличение ROE с помощью операционного левиреджа

Операционный левиредж - это фактор постоянных затрат в структуре себестоимости продукции, который позволяет получать дополнительную прибыль при изменении объема продаж.

Эффект операционного левиреджа (EOL) – это прирост операционной прибыли, получаемый при увеличении выручки на 1% за счет наличия в структуре затрат постоянной их части.

либо

ПРИМЕР:

Показатель ^а	Усл. об. ^а	Период ^а		Изменение ^а	
		Баз. ^а	Отч. ^а	ед. ^а	% ^а
Выручка, тыс. руб. ^а	V ^а	1·000 ^а	1·100 ^а	100 ^а	10 ^а
Постоянные затраты, тыс. руб. ^а	FC ^а	200 ^а	200 ^а	0 ^а	0 ^а
Переменные затраты, тыс. руб. ^а	VC ^а	700 ^а	770 ^а	70 ^а	10 ^а
Маржинальный доход, тыс. руб. ^а	MR ^а	300 ^а	330 ^а	30 ^а	10 ^а
Операционная прибыль, тыс. руб. ^а	OP ^а	100 ^а	130 ^а	30 ^а	30 ^а
Эффект операционного левиреджа, доля ^а	EOL ^а	3 ^а	2,5 ^а	-0,5 ^а	х ^а

результат (прирост операционной прибыли) только по достижении компанией критического объема продаж, т.е. в зоне прибыли.

Увеличение ROE с помощью финансового левиреджа

Финансовый левиредж - это фактор привлечения заемного капитала, который позволяет получать дополнительную прибыль на собственный капитал.

Эффект финансового левиреджа (EFL) – уровень дополнительно генерируемой прибыли на 1 руб. собственного капитала (%).

ПРИМЕР:

Показатель ^а	Усл. об. ^а	Вариант-финансирования ^а		
		-1 ^а	-2 ^а	-3 ^а
Совокупные активы, тыс. руб. ^а	B ^а	1000 ^а	1000 ^а	1000 ^а
Совокупный капитал, тыс. руб., в том числе: --> Собственный ^а	E ^а	1000 ^а	1000 ^а	1000 ^а
--> Заемный ^а	D ^а	0 ^а	300 ^а	700 ^а
Прибыль до налогообложения и выплаты процентов, тыс. руб. ^а	EBIT ^а	400 ^а	400 ^а	400 ^а
Рентабельность активов, % ^а	ROA ^а	40 ^а	40 ^а	40 ^а
Ставка процента по заемному капиталу, % ^а	r ^а	25 ^а	25 ^а	25 ^а
Сумма процентов, тыс. руб. ^а	I ^а	0 ^а	75 ^а	175 ^а
Ставка налога на прибыль, % ^а	T ^а	20 ^а	20 ^а	20 ^а
Сумма налога на прибыль, тыс. руб. ^а	Tax ^а	80 ^а	65 ^а	45 ^а
Чистая прибыль, тыс. руб. ^а	NP ^а	320 ^а	260 ^а	180 ^а
Рентабельность собственного капитала, % ^а	ROE ^а	32 ^а	37 ^а	60 ^а
Эффект финансового левиреджа, % ^а	EFL ^а	0 ^а	5 ^а	28 ^а

Управленческие решения:

Если $ROA > r$, то $EFL > 0$. Привлечение заемного капитала способствует росту ROE на величину, равную EFL. Заемная политика считается рациональной.

Если $ROA < r$, то $EFL < 0$. Привлечение заемного капитала приведет к снижению ROE на величину, равную EFL. Заемная политика считается не рациональной.

Рост рентабельности капитала – фактор роста рыночной стоимости компании: $\uparrow ROE \rightarrow \uparrow V^c$

3. Концепция, методология и методика оценки стоимости капитала компании

Стоимость капитала - соотношение затрат на финансирование деятельности по отношению к сумме привлеченных ресурсов:

$$CC = \frac{Cost}{Capital} \times 100$$

Основные модели стоимости капитала

1. Стоимость акционерного капитала

А) расчет на основе моделей дисконтирования дивидендов (М. Гордон):

• модель «нулевого роста», где $DIV_n = DIV_{n-1}$, $g=0$

$$CC^S = \frac{DIV^S * NS^g}{N^{PS} * NS^S - C^S * NS^S} * 100\%$$

• модель «постоянного роста», где $DIV_n = DIV_{n-1} + g$

$$CC^S = \left[\frac{DIV_0^S * NS^S}{N^S * NS^S - C^S * NS^S} + g \right] * 100\%$$

Б) расчет на основе модели CAPM (У. Шарп)

$$CC^S = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

2. Стоимость реинвестированной прибыли $CC^{PR} = \left[\frac{DIV_0}{P^R} + g \right] * 100\%$

3. Стоимость банковского кредита $CC^{BC} = \left[\frac{r_i * (1-T)}{1 - \frac{C^{BC}}{BC}} \right] * 100\%$

4. Стоимость финансового лизинга $CC^L = \left[\frac{(r_L - r_{DEP}) * (1-T)}{1 - \frac{C^L}{CA^L}} \right] * 100\%$

5. Стоимость внутренней кредиторской задолженности (при условии отсутствия просроченных платежей)

$$CC^{Rp} = 0\%$$

Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

ПРИМЕР:

Источник капитала ^а	Сумма, тыс. руб. ^а	Уд. вес, % ^а	Стоимость, % ^а
Обыкновенные акции ^а	4 000 ^а	0,73 ^а	20 ^а
Банковский кредит ^а	1 000 ^а	0,18 ^а	14 ^а
Внутренняя кредиторская задолженность ^а	500 ^а	0,09 ^а	0 ^а
Всего^а	5 500^а	1,00^а	17,12^а

$$WACC = 0,73 \times 20 + 0,18 \times 14 + 0,09 \times 0 = 17,12\%$$

Управленческие решения:

Показатель WACC отражает структуру и стоимость капитала компании, а также характеризует связанные с нею финансовые риски.

Если рентабельность активов выше стоимости каптала

$$ROA \geq WACC$$

то компания может выплачивать проценты (расходы по заемному капиталу) и дивиденды (расходы на собственный капитал), а также реинвестировать прибыль в развитие.

Эффективность привлечения дополнительного капитала оценивается с помощью показателя предельной эффективности:

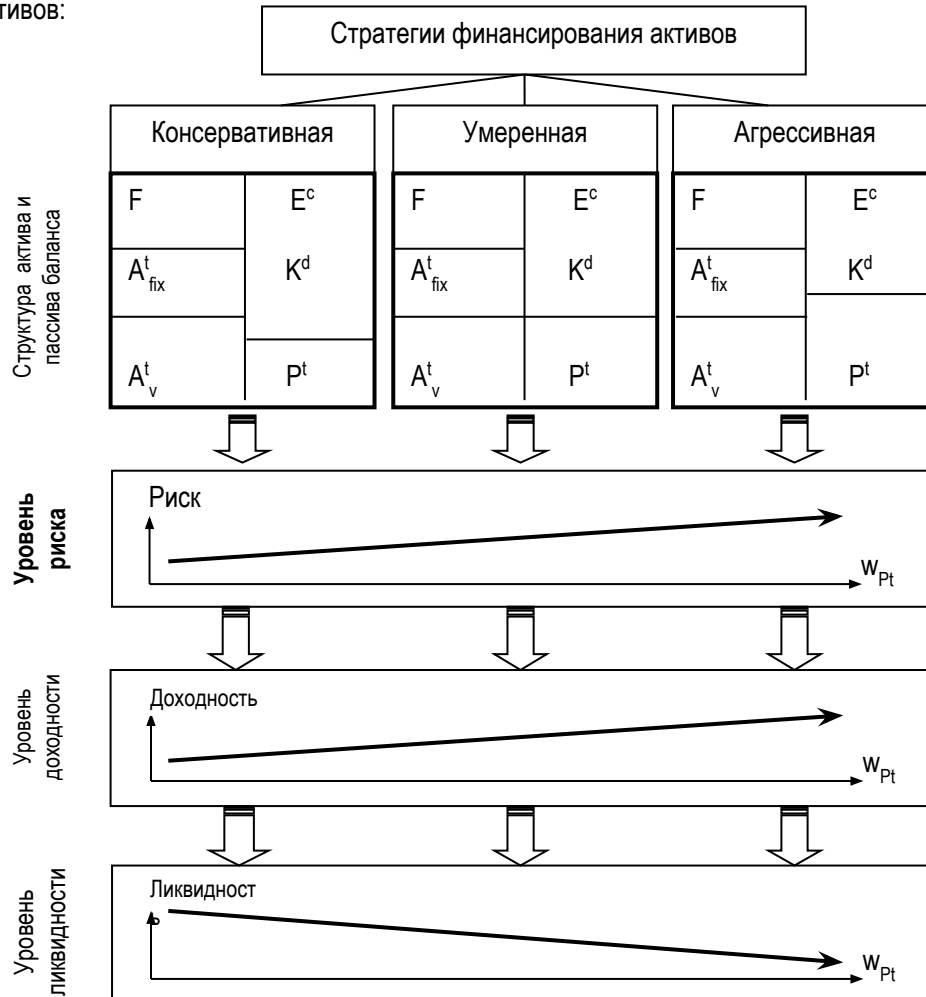
$$MEC = \frac{\Delta ROA}{\Delta WACC} \geq 1$$

Сокращение стоимости капитала – фактор роста рыночной стоимости компании:

$$\downarrow WACC \rightarrow \uparrow V^c$$

4. Финансовый риск капитала как фактор оптимизации его структуры

Финансовый риск капитала обусловлен соотношением собственных и заемных источников капитала, а также направлениями его вложения (структурой активов компании). По данным параметрам выделяют следующие стратегии финансирования активов:



Общая логика минимизации финансовых рисков

А) На примере анализа коэффициента автономии:

$$\uparrow k_a = \frac{\uparrow E^c}{B^p}$$

Б) На примере анализа коэффициент финансового левериджа:

$$\downarrow k_{FL} = \frac{\downarrow D}{\uparrow E^c}$$

Управленческие решения:

Рост финансовой независимости компании (снижение риска финансовой зависимости) требует увеличения доли собственного капитала в структуре совокупного капитала (прежде всего за счет прибыли).

Следовательно, для снижения уровня финансового риска необходимо придерживаться консервативной стратегии финансирования активов и сокращать заемное финансирование, прежде всего, краткосрочное.

Достижение запланированного уровня рентабельности при допустимом уровне риска – фактор роста рыночной стоимости компании.

5. Концепции структуры капитала. Направления оптимизации структуры капитала компании

Традиционалистская теория

Суть теории: Стоимость капитала зависит от его структуры и существует такое оптимальное значение коэффициента финансового левериджа, при котором средневзвешенная стоимость капитала минимальная и компания имеет возможность увеличить свою рыночную стоимость за счет использования заемных источников.

Недостатки теории:

- с ростом доли заемного капитала увеличивается финансовый риск, что приведет к увеличению стоимости собственного капитала;
- чрезмерное увеличение доли заемного капитала приведет к увеличению вероятности банкротства.

Теория Модильяни-Миллера (М. Миллер, Ф. Модильяни)

Суть теории: В условиях идеального рынка структура капитала не влияет на стоимость компании, так как с ростом доли заемного капитала собственники будут требовать повышения уровня своих доходов для покрытия возрастающего финансового риска. В результате будет возрастать стоимость собственного капитала, что нивелирует положительный эффект от привлечения кредитов.

Недостатки теории:

- не реалистичность исходных предположений об идеальном рынке.

В дальнейшем авторы, признали, что формирование рыночной стоимости компании в некоторой степени зависит от структуры капитала. На этой основе возникла компромиссная теория.

Компромиссная теория (М. Миллер, Дж. Уорнер, и др.)

Суть теории: Структура капитала находится под влиянием множества факторов, которые в целом определяют соотношение риска и доходности используемого капитала. Средневзвешенная стоимость капитала действительно снижается с ростом доли заемного капитала, но при достижении им определенного предела резко возрастает в связи со значительным повышением финансовых рисков (рис. 2.2.1.1.)

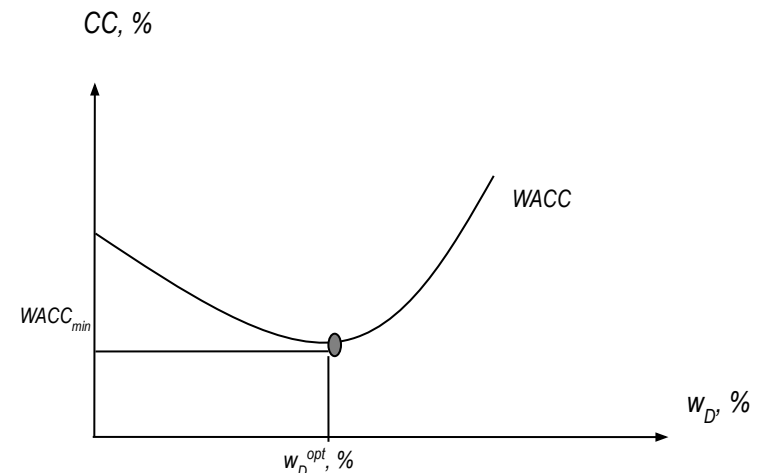


Рис. 2.2.1.1. График зависимости средневзвешенной стоимости капитала (WACC) от доли заемного финансирования (w_D)

Оптимальная структура капитала соответствует трем основным критериям:

1. финансовый риск минимален,
2. стоимость капитала минимальна,
3. доходность капитала максимальна

На практике каждая компания должна стремиться к достижению рациональной структуры капитала, т.е. наиболее сбалансированной по уровню риска, доходности и стоимости