

# Тема 2. Управление капиталом организации

---

- Понятие капитала и его структура
- Цель и задачи управления капиталом
- Определение потребности в источниках финансирования
- Определение цены капитала, расчет цен отдельных составляющих капитала
- Расчет и значение средневзвешенной цены капитала
- Эффект финансового рычага. Рациональная политика заимствования
- Влияние структуры капитала на финансовые результаты деятельности организации
- Управление собственным капиталом организации
- Дивиденды и дивидендная политика
- Основные типы дивидендной политики

# Понятие капитала и его структура

---

Капитал – ключевое понятие финансового менеджмента

**Капитал предприятия** представляет собой общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов



---

**Источники имущества организаций**, ее финансовые ресурсы, отражаются в пассиве баланса, а имущество, в которое вложены финансовые ресурсы – в активе баланса

# Финансовые ресурсы как источники имущества делятся на 2 группы: **собственные** и **заемные**

## Финансовые ресурсы организации

```
graph TD; A[Финансовые ресурсы организации] --> B[Собственные]; A --> C[Заемные];
```

### **Собственные:**

Уставный капитал  
(фонд);  
Нераспределенная  
прибыль;  
Добавочный капитал;  
Резервный капитал

### **Заемные:**

Кредиторская  
задолженность перед:  
-государством по  
налогам;  
-персоналом по оплате  
труда;  
-поставщиками  
Банковские кредиты  
Бюджетные кредиты  
Займы у юр. и физ. лиц



---

Приравниваются к собственным:

- Доходы будущих периодов;
- Резервы предстоящих расходов.



---

**Финансовые ресурсы** организации отражены в пассиве баланса на определенную дату в следующих разделах:

- капитал и резервы;
- долгосрочные обязательства;
- краткосрочные обязательства



---

В структуре источников финансирования имущества может быть разный удельный вес собственных и заемных средств.

Чем выше удельный вес собственного капитала, тем более надежна и устойчива организация.



---

Рекомендуемый усредненный норматив  
удельного веса собственного капитала  
-50-60%

# Кроме имущественных прав есть и другие классификационные признаки

---

**По объекту инвестирования** выделяют основной и оборотный виды капитала предприятия.

**По характеру использования собственниками** выделяют потребляемый и накапливаемый (реинвестируемый) виды капитала



---

Основной капитал характеризует те часть капитала, которая инвестирован во все виды его внеоборотных активов.

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



---

Потребляемый капитал после его распределения на цели потребления теряет функции капитала.

Накапливаемый капитал характеризует различные формы его прироста в процессе капитализации прибыли, дивидендных выплат, доходов собственников.



---

Основной целью формирования капитала предприятия является удовлетворение потребностей в приобретении необходимых активов и оптимизация его структуры с позиций обеспечения условий эффективного его использования



# Цель и задачи управления капиталом

---

Цель – обеспечение финансовыми  
ресурсами целей развития  
организации

# Задачи

---

- Оценка потребности в источниках финансирования.
- Оценка стоимости капитала.
- Определение допустимого уровня заемного капитала.
- Выбор форм и методов финансового обеспечения.
- Выбор направлений использования капитала.
- Привлечение капитала из выбранных источников.
- Оценка эффективности использования капитала.



---

# **Определение потребности в источниках финансирования**

# Определение цены капитала, расчет цен отдельных составляющих капитала

---

**Стоимостью капитала** называется общая сумма средств, которую необходимо уплатить предприятию за использование финансовых ресурсов из различных источников, выраженная в процентах к их объему

## Стоимость капитала предприятия складывается под влиянием многих факторов:

---

- общее состояние финансовой среды, в том числе финансовых рынков;
- средняя ставка ссудного процента, сложившаяся на финансовом рынке;
- доступность различных источников финансирования для конкретных предприятий;
- уровень концентрации собственного капитала;
- соотношение объемов операционной и инвестиционной деятельности;
- отраслевые особенности деятельности предприятия, в том числе длительность производственного и операционного циклов.

# Капитал, привлекаемый из различных источников имеет свою стоимость

---

- Стоимость кредитов банка
- Стоимость источника «облигации»
- Стоимость источника «кредиторская задолженность»
- Стоимость источника «уставный капитал»

# Стоимость капитала привлеченного за счет кредитов банка

---

За пользование банковским кредитом необходимо платить проценты.

! Стоимость капитала привлеченного за счет кредитов банка не соответствует процентной ставке



---

! Проценты за пользование заемными средствами уменьшают налогооблагаемую прибыль

$$C_d = P \times (1 - T_i),$$

где **C<sub>d</sub>** (cost debt) – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита;  
**P** – ставка процента за банковский кредит;  
**T<sub>i</sub>** – ставка налога на прибыль.

.

# Стоимость источника «облигации»

Стоимость купонных облигаций

$$C_b = \frac{C_n \times P_b + \frac{(C_n - C_r)}{2}}{\frac{C_n + C_r}{2}} \times (1 - T_i)$$

где  $C_b$  (cost bond) – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме облигаций

$C_n$  – номинал облигации;

$P_b$  – купонные доходы по облигации;

$C_r$  – реализационная цена облигации;

$n$  – количество лет до погашения.

# Стоимость источника «кредиторская задолженность»

---

Стоимость внутренней кредиторской задолженности предприятия, как правило, учитывается по нулевой ставке, так как представляет собой бесплатное финансирование его хозяйственной деятельности за счет этого вида заемного капитала.

# Стоимость источника «уставный капитал»

---

Стоимость уставного капитала определяется уровнем дивидендов и доходов, которые предприятие выплачивает или будет выплачивать по акциям

# Определение стоимости различных видов акций

---

Привилегированные акции – простота определения стоимости

$$C_p = \frac{D_f}{P_0},$$

$C_p$  (preference stock) – стоимость капитала, привлеченного за счет выпуска привилегированных акций;

$D_f$  (fixed dividend) – размер фиксированного дивиденда;

$P_0$  (price) – чистая сумма средств, полученных от продажи одной привилегированной акции.

# Способы определения стоимости капитала, привлеченного за счет обыкновенных акций

---

Обыкновенные акции – сложность в  
прогнозировании уровня дивидендов

- Модель Гордона
- Модель CAPM

# Модель Гордона

---

$$P_0 = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g},$$

где  $P_0$  (price) - текущая (рыночная) цена обыкновенной акции;

$D_0$  (dividend) – последние выплаченные дивиденды;

$D_1$  - прогнозируемое значение дивиденда на ближайший период;

$r$  (rate)– требуемая норма доходности;

$n$  – количество лет.

$g$  (grow)- прогнозируемый темп прироста дивидендов.

# Определение стоимости капитала, привлеченного за счет обыкновенных акций

---

$$\frac{D1}{P_0} = g$$

# Модель оценки доходности финансовых активов

---

$$C_e = CF + b^*(C_m - CF),$$

$CF$  - доходность безрисковых вложений;

$b$  – коэффициент, рассчитываемый для каждой акции;

$C_m$  - средняя ставка доходности, сложившаяся на рынке ценных бумаг.



---

**!** Стоимость источника «нераспределенная прибыль отчетного периода» берется равной цене источника «уставный капитал»

# Расчет и значение средневзвешенной цены капитала

---

$$WACC = \sum_{i=1}^n C_i \cdot W_i,$$

где

WACC (weighted average cost of capital) - цена капитала;

$C_i$  (cost) - цена  $i$ -го источника средств;

$W_i$  - удельный вес  $i$ -го источника средств в общей их сумме.

# Предельная цена капитала

---

$$\Delta WACC = \sum_i^n \Delta C_i \cdot \Delta W_i.$$

Используемые источники финансирования изменяются в динамике, что приводит к изменению средневзвешенной стоимости капитала

# Экономический смысл WACC

## заключается в следующем:

---

1. Стоимость капитала предприятия служит мерой прибыльности операционной деятельности.
2. Показатель стоимости капитала используется как критерияльный в процессе осуществления инвестирования.
3. Уровень стоимости капитала предприятия является важнейшим измерителем уровня рыночной стоимости этого предприятия.



---

При осуществлении инвестиций показатель средневзвешенной цены капитала сравнивается с показателем внутренней нормы доходности.

Возможные ситуации:

$IRR < WACC$

$IRR > WACC$

$IRR = WACC$

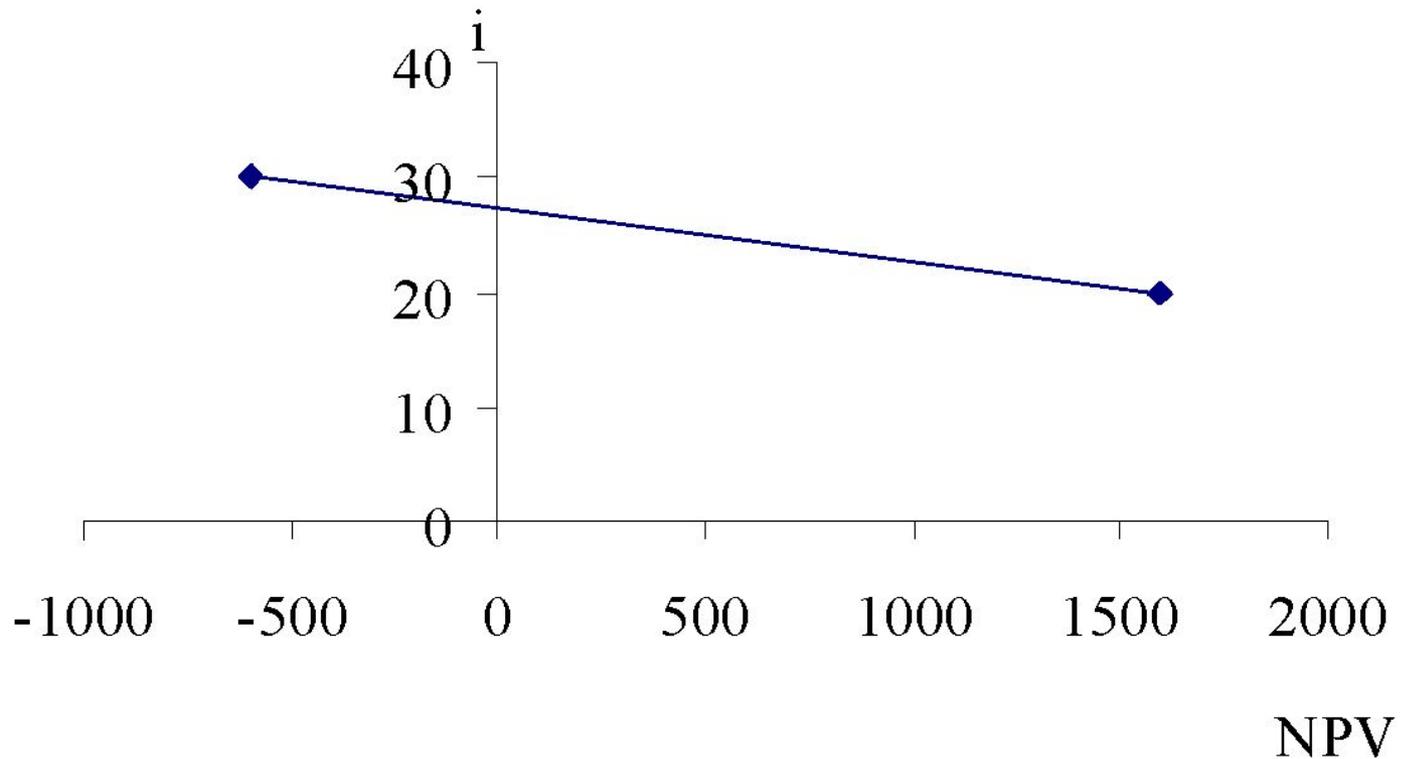
# Внутренняя норма прибыли

---

Возможные названия показателя:

внутренняя норма доходности,  
внутренняя норма рентабельности.

Суть расчета показателя – нахождение такого уровня процентной ставки, при котором чистый дисконтированный доход равен нулю



—◆— Изменение NPV в зависимости от уровня процента

Рис.1. Нахождение внутренней нормы прибыли графическим способом

# Определение рыночной стоимости предприятия

---

Предприятие рассматривается как поток доходов, который распределен во времени и стремится к бесконечности.

Упрощенно этот поток можно рассматривать как аннуитет.



---

Доходами организации в данном случае являются доходы к распределению.

Доходы к распределению = Чистая прибыль +  
Проценты по заемным средствам



---

Рыночная стоимость организации находится как настоящая стоимость бесконечного аннуитета:

$$V = \frac{ЧП + ПЗС}{WACC}.$$

# Эффект финансового рычага. Рациональная политика заимствования

---

Коммерческие организации всегда финансируют свою деятельность из разных источников – собственных и заемных



---

Чем выше удельный вес собственного капитала, тем выше ее финансовая устойчивость, тем более независима организация, что очень важно в финансовых взаимоотношениях со всеми участниками рынка

# Европейская концепция финансового рычага

---

Привлечение заемных средств при определенных условиях может способствовать повышению рентабельности собственного капитала



---

**Эффект финансового рычага** показывает, на сколько процентов увеличивается чистая рентабельность собственного капитала при использовании кредита, займов, не смотря на их платность

---

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СНП}) \times (\text{РА} - \overline{\text{ПС}}) \times \frac{\text{ЗС}}{\text{СК}}$$

### Примечание:

При расчете эффекта финансового рычага необходимо **исключить** из пассива и из актива **кредиторскую** задолженность, так как по ней **не выплачиваются проценты**

# Дифференциал финансового рычага

---

$$(PA - \overline{ПС})$$

Дифференциал должен быть  
положительным.

Если дифференциал отрицательный, это означает, что привлечение заемного капитала снизит рентабельность собственного капитала



---

При отрицательном дифференциале организации стараются пользоваться бесплатными заемными средствами - кредиторской задолженностью перед поставщиками и задолженностью по начислениям

## Плечо финансового рычага

---

$$\frac{ЗС}{СК}$$

При положительном дифференциале **чем больше плечо** рычага, тем **выше эффект** финансового рычага, но **выше и риск** кредитора



---

Чем выше эффект финансового рычага,  
тем более рискованной является  
деятельность организации



# Влияние структуры капитала на финансовые результаты деятельности организации

---

Использование заемных источников финансирования уменьшает финансовый результат, но увеличивает результативность использования собственного капитала

# Американская концепция финансового рычага

---

Согласно американской концепции эффект финансового рычага показывает, на сколько процентов изменяется чистая прибыль организации при изменении прибыли от продаж на 1 %



---

$$ЭФР = \frac{ПП}{ПП - СРПС \times ЗС}$$

Чем выше удельный вес заемного капитала в источниках средств, тем более нелинейный характер зависимости между прибылью от продаж и чистой прибылью, тем выше эффект финансового рычага



# Управление собственным капиталом организации

---

Цель управления собственным  
капиталом заключается в повышении  
благополучия собственников

# Задачи управления собственным капиталом:

---

- создание за счет собственного капитала определенной части внеоборотных активов;
- создание за счет собственного капитала определенной части оборотных активов;
- нахождение приемлемых пропорций между собственным и заемным капиталом;
- обеспечение потребности в собственном капитале из внешних источников.



---

Собственные  
источники

Внутренние

Внешние

# Оптимизация соотношения внутренних и внешних источников

---

Цели:

- Минимизация цены СК.
- Сохранение управляемости организации первоначальными собственниками.

# Дивиденды и дивидендная политика

---

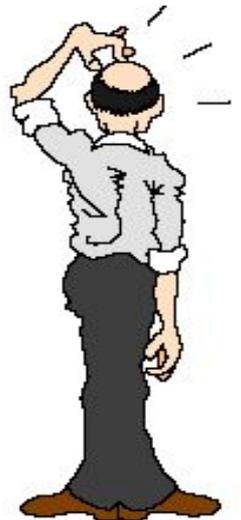
**Дивиденды** представляют собой доход акционеров.

**Дивидендная политика** – нормы и правила формирования дивидендного фонда.

# Ключевые вопросы дивидендной политики :

---

1. Должно ли предприятие выплачивать дивиденды или оно должно вкладывать их в интересах собственников?
2. Коэффициент дивидендных выплат.
3. Должно ли предприятие поддерживать стабильный рост дивидендов?
4. Влияет ли дивидендная политика на рыночную стоимость предприятия?



- 
- Термин «дивиденд» обычно соотносится с наличными выплатами из чистой прибыли.
  - Если платеж осуществляется из нераспределенной прибыли, вместо термина «дивиденд» используется термин «распределение».
  - Если дивиденды выплачиваются из уставного капитала, то их называют «ликвидационным дивидендом».



---

Дивиденды не всегда выплачиваются в денежной форме. Иногда компании объявляют о дивидендах в форме акций или иных ценных бумаг.



---

В практике разработаны приемы, с помощью которых можно воздействовать как на рыночную стоимость ценных бумаг, так и при определенных условиях на размер будущих дивидендов.



## Дробление акций (расщепление, сплит)

---

это увеличение количества акций посредством уменьшения их номинала.

Обычно к дроблению акций прибегают устойчиво развивающиеся предприятия, которые стремятся снизить рыночную стоимость своих акций.



## Консолидация акций (обратный сплит)

---

это изменение номинальной стоимости акций, при котором акционер получает одну новую акцию большего номинала в обмен на определенное количество старых акций.

Это один из способов сокращения числа акций предприятия.



## Выкуп акций

---

это один из способов размещения свободных средств предприятия путем приобретения собственных акций у акционеров.

Собственные акции могут выкупаться как с целью изъятия их из обращения, так и для размещения их среди своих работников, уменьшения числа владельцев.

# Основные типы дивидендной политики

---

Оптимальная доля дивидендов – это функция четырех факторов:

- Предпочтение инвесторами дивидендов по сравнению с приростом капитала и значимость дивидендов для собственников;
- Инвестиционные возможности предприятия;
- Целевая структура капитала;
- Возможность привлечения заемного капитала.

## Основные типы дивидендной политики:

---

1. Консервативный тип
  - выплата дивидендов по остаточному принципу;
  - стабильный размер дивидендных выплат.



---

При выплате дивидендов по остаточному принципу на первом месте стоят потребности в финансировании инвестиционных программ.

## 2. Умеренный (компромиссный) тип:

---

- выплата минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды.

Есть возможность увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности.

### 3. Агрессивный тип

---

- выплата стабильного уровня дивидендов;
- обеспечение постоянного возрастания размера дивидендов.