



ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Департамент «Корпоративные финансы и
корпоративное управление»

К.Н. Мингалиев

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ (продвинутый уровень)



ТЕМА 2. ФОНДИРОВАНИЕ И СТРУКТУРА КАПИТАЛА КОМПАНИИ

Учебное время – 4 часа

Учебные вопросы:

- 1. Эволюция теории капитала и его современные трактовки**
- 2. Особенности формирования и управления собственным и заемным капиталом**
- 3. Управление совокупным капиталом**
- 4. Капитал, авансированный во внеоборотные и оборотные активы**
- 5. Критерии эффективности использования капитала**

**Автор – профессор департамента корпоративных финансов и корп. управления
доктор экономических наук, профессор Мингалиев Камиль Нарзаватович**

МОСКВА - 2017

ЛИТЕРАТУРА:

1. Федеральный закон от 26.10.2002г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»
2. Методические указания по проведению анализа финансового состояния организаций. Утверждено приказом Федеральной службы по финансовому оздоровлению и банкротству от 23.01.2001 г.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Учебник. – Изд. Олимп-Бизнес, 2008.
4. Бригхем Ю., Гапенски Л., Финансовый менеджмент: Полный курс в 2-х томах: пер. с англ. – Спб.; Экономическая школа, 2004.
5. Ван Хорн Дж., Вахович Дж. Основы финансового менеджмента. — М.: Вильямс, 2010.
6. Корпоративные финансы: Учебник. / Под ред. Шохина Е.И. – М.: КноРус, 2015.
7. Корпоративные финансы. Учебник. / Под ред. М.А. Эскиндарова и М.А. Федотовой – М.: КноРус, 2016.
8. Ли Ч.Ф., Финнерти Д.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика. – М.: ИНФРА-М, 2000.
9. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. — М.: Дело, 2004.
10. Финансовый менеджмент: Учебник. / Под ред. Шохина Е.И. – М.: КноРус, 2012.

1.1. Трактовки капитала (начало)

Капитал – это стоимость, приносящая прибавочную стоимость. (А.Смит, Д.Рикардо)

Капитал – это часть богатства, участвующая в процессе производства. (Бем-Баверк)

Капитал – это денежная стоимость, отраженная на счетах фирмы. (Дж. Хикс)

Капитал – это сумма акционерного капитала, эмиссионного дохода и нераспределенной прибыли.

Капитал – это все долгосрочные источники средств.

Величина капитала – это разность между стоимостной оценкой активов компании и ее задолженностью перед третьими лицами.

Капитал (от латинского *capitalis* - главный, главное имущество, главная сумма) – это совокупность товаров, имущества, активов, используемых для получения прибыли, богатства.

В более узком смысле:

Физический капитал - это источник дохода в виде средств производства.

Денежный капитал - это деньги с помощью которых приобретается физический капитал.

1.1. Трактовки капитала (окончание)

Вещная трактовка, трактовка факторов производства или классическая теория капитала (классическая школа политической экономии)

Денежная трактовка, где капитал подменяется товарно-денежными потоками (Чикагская школа и ее идеолог М. Фридмен)

Временной подход к сущности капитала, обусловленный появлением теории «воздержания» (субъективистско-психологическая школа, У. Джевонс, Э. фон Бем-Баверк, Л. Вальрас, Н. Сениор и др.)

Маржиналистский подход, теория предельной производительности (неоклассическая школа, А. Курно, Ж. Дююи, И.Г. Тюнен, Г. Госсен, К. Менгер, Л. Вальрас, В. Парето и др.)

Единство физического и человеческого капитала в рамках теории человеческого капитала (Г. Беккер, П. Гутман, Ф. Махлуп, Л. Торроу, Т. Шульц, И. Шумпетер и др.)

1.2. Основы классической теории капитала

Капитал – это самовозрастающая стоимость

Источником ее возрастания является постоянное движение

Это движение осуществляется в форме кругооборота

Основными стадиями кругооборота общественного и индивидуального капитала являются производство, распределение, обмен, потребление

На стадии производства формируется стоимость, на стадии обмена генерируется доход, из которого возмещаются расходы (на уровне простого воспроизводства), с одной стороны, и создается прибыль, с другой стороны. Последняя расходуется на нужды потребления и накопления (расширенное воспроизводство)

1.3. Основные признаки категории «Капитал»



Как экономическая категория **капитал фирмы** представляет собой систему экономических денежных отношений, связанных с авансированием стоимости в денежной форме в формирование активов фирмы за счет источников финансового обеспечения предпринимательской деятельности.

1.4. Классификация капитала (начало)

К
А
П
И
Т
А
Л

По источникам формирования

Собственный

Заемный

По организационно-правовым формам

Акционерный
капитал

Паевой
капитал

Индивидуаль-
ный капитал

Стоимостная
оценка имущества

Стоимость
имущества

По стадиям кругооборота

Денежный

Производственный

Товарный

По способу перенесения стоимости на создаваемый продукт

Основной

Оборотный

По формам собственности

В государственной
собственности

В коллективной
собственности

В индивидуальной
собственности

По сфере функционирования

Национальный

Иностранный

Смешанный

В составе стоимости, авансированной в производство

Постоянный

Переменный

1.4. Классификация капитала (продолжение)

Критериальный признак	Типологии капитала	Содержание типологии
Экономическая природа и форма существования	Купеческий капитал	капитал, возникший в результате посреднических операций в сфере товарного обмена; стал одним из важных факторов первоначального накопления капитала
	Торговый капитал	капитал, функционирующий в сфере товарного обращения; в докапиталистических формациях торговый капитал выступал в форме купеческого капитала
	Ростовщический капитал	форма капитала докапиталистических формаций, приносящая проценты
	Ссудный капитал	денежный капитал, не размещаемый в производстве, а отдаваемый в ссуду и приносящий доход в форме процента; товар особого рода, возникающий не в результате купли-продажи, а в результате передачи денежных средств во временное и возмездное пользование
	Промышленный капитал	капитал, функционирующий в сфере материального производства и находящийся одновременно на всех трех стадиях кругооборота
	Финансовый капитал	капитал банковских и небанковских финансовых институтов, консолидированный с капиталом промышленности и других отраслей экономики; результат трансформации финансовых посредников в крупных инвесторов, контролирующими финансовые потоки компаний различных видов экономической деятельности

1.4. Классификация капитала (продолжение)

Критериальный признак	Типологии капитала	Содержание типологии
Уровень агрегирования	Индивидуальный капитал	Обособившаяся часть общественного капитала, вложенная в отдельное предприятие
	Общественный капитал	Совокупность индивидуальных капиталов в их переплетении и взаимосвязи
	Частные определения: государственный, корпоративный, личный капитал	
Стадии кругооборота	Денежный капитал	Первая стадия кругооборота капитала, выполняющая функцию соединения факторов производства (метаморфоз, относящийся к обращению)
	Производительный капитал	Вторая стадия кругооборота капитала, выполняющая функцию генерирования стоимости (метаморфоз, относящийся к производству)
	Товарный капитал	Третья стадия кругооборота капитала, выполняющая функцию реализации возросшей капитальной стоимости и ее превращения в деньги (метаморфоз, относящийся к обращению)

1.4. Классификация капитала (продолжение)

Критериальный признак	Типологии капитала	Содержание типологии
Форма образования	Естественный (природный) капитал	Природная составляющая экономики, обозначающая минеральные, растительные и животные элементы биосферы, рассматриваемые как средства поддержания экосистемы (производство кислорода, фильтрация воды, защита от эрозии почвы и др.)
	Реальный капитал	Капитал в форме средств производства (средств труда и предметов труда), создающих новую стоимость и генерирующих доход (прибыль)
	Человеческий капитал	Воплощенная в индивиде потенциальная способность создавать стоимость и приносить доход, включая врожденные способности, а также профессиональное образование, деловые качества, приобретенные навыки, которые способствуют повышению производительности труда
	Интеллектуальный капитал	Совокупность человеческих авуаров (знаний, навыков, компетенции, деловых качеств и производственного опыта персонала), с одной стороны, и таких нематериальных активов как патенты, базы данных, операционные технологии, программное обеспечение и т.п., с другой стороны
	Социальный капитал	Потенциал доверия и взаимопомощи; фактор воспроизводства рабочей силы, косвенно влияющий на производительность труда; в отличие от денежного, социальный капитал по мере расходования может возрасти, поскольку интенсивная кооперация и взаимовыручка дают синергетический эффект
	Информационный капитал	Стоимостная оценка информационных ресурсов, приносящих реальные выгоды их носителям; в отличие от материальных благ, может потребляться многократно и сохраняться как у продавца, так и у покупателя; в силу специфики учетных процедур, как правило, не приобретает форму актива

1.4. Классификация капитала (продолжение)

Критери- альный признак	Типологии капитала	Содержание типологии
Характер участия в процессе создания стоимости	Рабочий (функциониру- ющий) капитал	Наиболее активная часть капитала предприятия, используемая в операционной деятельности и непосредственно генерирующая доход; в широком понимании - капитал, вложенный в оборотные активы, в узком понимании (чистый рабочий капитал) - разница между текущими (оборотными) активами и краткосрочными долгами (обязательствами)
	Резервный капитал	Часть собственного капитала, обособленная в специальном фонде и предназначенная для покрытия убытков и непредвиденных потерь; непосредственно не создает стоимость, но способствует минимизации рисков финансово-хозяйственной деятельности
	Фиктивный капитал	Капитал, представленный в виде ценных бумаг (акций, облигаций, закладных и т.п.), дающих право на получение дохода в виде процентов и дивидендов; не участвует в создании стоимости, не создает доход (прибыль), не дает права распоряжения реальным капиталом, но способствует перераспределению дохода и присвоению владельцем его части
	Спекулятив- ный капитал	Избыточная часть краткосрочного финансового капитала, не связанная с реальными бизнес-процессами; генерирует доход из арбитражных операций на товарных и финансовых рынках

1.4. Классификация капитала (продолжение)

Критериальный признак	Типологии капитала	Содержание типологии
Способ переноса стоимости на вновь созданный продукт	Основной капитал	Многokrратно участвует в кругообороте капитала и переносит свою стоимость на вновь созданный продукт по частям
	Оборотный капитал	Однократно участвует в кругообороте капитала и полностью переносит свою стоимость на вновь созданный продукт
Целевое назначение	Переменный капитал	Предназначен для оплаты рабочей силы (труда); согласно марксистской теории именно переменный капитал создает прибавочную стоимость, т.е. избыток стоимости произведенных товаров над стоимостью затраченного капитала
	Постоянный капитал	Предназначен для приобретения средств производства; в марксистской теории постоянный капитал не создает прибавочную стоимость, но способствует ее извлечению
Источники формирования	Собственный капитал	Капитал, вложенный владельцами; включает в себя уставный, добавочный и резервный капитал, а также накопленную прибыль
	Заемный капитал	Образуется за счет получения кредитов, выпуска и продажи облигаций, других видов денежных обязательств; включает в себя собственно заемные (платные) и привлеченные (бесплатные) ресурсы

1.4. Классификация капитала (продолжение)

Критериальный признак	Типологии капитала	Содержание типологии
Длительность оборота	Краткосрочный капитал	Срок оборота менее одного года
	Долгосрочный капитал	Срок оборота более одного года
Характер формирования собственного капитала	Акционерный капитал	Капитал, формируемый в результате эмиссии и размещения акций; дает право на получение дивидендов; результат аккумуляирования многочисленных индивидуальных капиталов
	Паевой (складочный) капитал	Капитал, формируемый в результате объединения вкладов его участников; дает право на получение прибыли, пропорциональной доле в складочном капитале
	Кооперативный капитал	Капитал, формируемый путем объединения стоимости имущества, предоставленного участниками для ведения хозяйственной деятельности
	Уставный капитал	Стоимостная оценка имущества, закрепленного за государственной организацией на правах полного хозяйствования

1.4. Классификация капитала (окончание)

Критериальный признак	Типологии капитала	Содержание типологии
Отсутствие вещественной формы	Бренд-капитал (марочный капитал)	Стоимостная оценка бренда (торговой марки); нематериальный актив, сформированный в прошлых периодах (результат живого и овеществленного труда) в целях упрощения дистрибьюции; способен увеличить стоимость товара/услуги или стоимость акций более чем на 50%
	Репутационный капитал	Стоимостная характеристика имиджа экономического агента в деловом сообществе; в соответствии с существующими стандартами возникает в случае купли-продажи предприятия, если его продажная цена превышает балансовую стоимость
	Паблицитный капитал	Качественная и количественная совокупность общедоступной информации об объекте в денежном эквиваленте; формируется при эффективном PR-менеджменте; на практике его сложно отделить от других видов нематериальных активов, поэтому стоимость паблицитного капитала, как правило, растворяется либо в деловой репутации, либо в бренде
	Интеллектуальный капитал	(см. выше)
Уровень рисков	Венчурный капитал	Капитал, вложенный в страны, отрасли, сферы, регионы, виды деятельности, характеризующиеся высоким уровнем риска

1.5. Основные функции капитала

Воспроизводственная

В процессе ее реализации происходит возрастание авансированной в производство стоимости и получение прибавочной стоимости

Стимулирующая

- характеризует финансовые ресурсы, приносящие доход,
- главный источник формирования благосостояния собственников,
- главный измеритель рыночной стоимости компании,
- динамика капитала показывает уровень эффективности хозяйственной деятельности компании.

2.1. Методы финансирования компании

Самофинансирование или финансирование из собственных источников

Акционерное (корпоративное) финансирование

Долговое финансирование, включая банковское кредитование, взаимное финансирование хозяйствующих субъектов, проектное и венчурное финансирование

Бюджетное финансирование, т.е. финансирование из государственных источников

2.2. Классификация финансовых ресурсов

Финансовые ресурсы – это совокупность собственных денежных доходов и поступлений извне (заемных и привлеченных средств), предназначенных для финансирования текущих затрат, расходов связанных с расширением производства и выполнения финансовых обязательств компании

Ф
И
Н
А
Н
С
О
В
Ы
Е
Р
Е
С
У
Р
С
Ы

По праву собственности

Собственные и
приравненные к
ним средства

Заемные
средства

Привлеченные
средства

Средства
государственного
бюджета

От сферы поступления

Внешние
источники

Внутренние
источники

По срокам использования

Краткосрочные
источники

Среднесрочные
источники

Долгосрочные
источники

2.3. Источники финансовых ресурсов корпорации по праву собственности



2.4. Структура капитала

Структура капитала представляет собой определенное соотношение собственных и заемных источников средств в общем объеме капитала фирмы

Под структурой капитала понимается соотношение только **долгосрочных источников финансирования** – собственного и заемного капитала.

Принципиальное различие собственного и заемного капитала – разная доходность, что связано с разным уровнем риска для владельцев этого капитала.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение собственных и заемных источников, при котором минимизируются общие капитальные затраты и максимизируется рыночная стоимость компании

2.5. Методы оптимизации структуры капитала

Метод оптимизации структуры капитала по критерию политики финансирования активов

В этих целях активы подразделяются на три группы (внеоборотные активы; постоянная часть оборотных активов, т.е. не зависящая от сезонных и других циклических особенностей финансово-хозяйственной деятельности; переменная часть оборотных активов – варьирующая их часть). В зависимости от отношения к рискам выбирают агрессивную, консервативную и умеренную (компромиссную) политику финансирования активов. Агрессивная политика предполагает использование долгосрочных источников финансирования (собственного и долгосрочного заемного капитала) только на внеоборотные активы; оборотные активы должны покрываться краткосрочными источниками финансирования. В этом случае ликвидность поддерживается на уровне 1, вследствие чего возникает серьезная угроза банкротства, однако на наиболее эффективно используется собственный капитал. Консервативная политика финансирования активов предусматривает покрытие долгосрочным капиталом внеоборотных, постоянных оборотных и частично переменных оборотных активов. При этом высока ликвидность, однако снижается эффективность использования собственного капитала. Умеренная (компромиссная) политика финансирования активов предполагает покрытие внеоборотных и значительной части постоянных оборотных активов долгосрочными источниками финансирования. В этом случае достигается приемлемый уровень ликвидности и средний вариант эффективности использования собственного капитала.

Метод оптимизации структуры капитала по критерию финансового левериджа

Этот эффект заключается в повышении рентабельности совокупного капитала при увеличении удельного веса заемного капитала до определенного предела. Предельная доля заемного капитала, при которой достигается максимальный уровень финансового левериджа, означает opt_{im} .

Метод оптимизации структуры капитала по его стоимости

В процессе оптимизации структуры капитала по этому критерию в качестве целеполагания выступает минимизация средневзвешенной стоимости капитала.

2.6. Концепции управления структурой капитала

Традиционный подход признает оптимальной ту структуру капитала, при которой минимизируется его средневзвешенная стоимость и, следовательно, максимизируется рыночная стоимость компании

Теория Модильяни-Миллера основывается на обратном: сторонники этого подхода утверждают, что при некоторых условиях стоимость компании и стоимость капитала не зависят от структуры пассивов, следовательно, структуру источников финансирования нельзя оптимизировать. К структуре капитала в данном случае применяется "принцип пирога" – его можно по-разному делить, но величина при этом не меняется. При всей убедительности этого подхода, в модели Модильяни-Миллера много допущений: в частности, игнорируются агентские издержки и так называемые затраты финансовых затруднений, которые, например, при банкротстве достигают 20% стоимости компании.

Компромиссная модель, в соответствии с которой привлечение заемных средств, способствующее минимизации средневзвешенной стоимости капитала, на определенном этапе повышает стоимость компании. Однако по мере увеличения риска возрастают затраты, связанные с агентскими отношениями и финансовыми затруднениями, что нивелирует положительный эффект заемного финансирования. Увеличение степени риска не всегда приемлемо для собственников. Снижение средневзвешенной стоимости капитала, обусловленное привлечением дешевых источников финансирования, корректируется классом риска, в результате такой поправки рыночная стоимость компании остается неизменной.

2.7. Цена капитала

Цена капитала (cost of capital) – это относительная величина затрат по обслуживанию капитала, выраженная в процентах. Величина цены капитала определяется доходностью, требуемой владельцем капитала.

Цена капитала определяется текущей безрисковой доходностью инвестирования на аналогичный период, ожидаемой инфляцией и платой за риск.

Этапы определения цены капитала:

1. Осуществляется идентификация основных компонентов, являющихся источниками формирования капитала.
2. Рассчитывается цена каждого источника в отдельности.
3. Определяется средневзвешенная цена капитала (*WACC*).
4. Разрабатываются мероприятия по оптимизации структуры капитала и формируется целевая структура капитала.

2.7. Расчет цены капитала

Цена капитала – плата за его привлечение, выраженная в процентах к суммарной величине капитала

$$\text{Цена капитала} = \frac{\text{Выплаты владельцу капитала за год}}{\text{Привлеченный капитал}} * 100\%$$

2.8. Состав собственного капитала

Уставный капитал

•представляет собой первоначальную сумму собственного капитала, инвестированную в формирование активов организации на начальном этапе бизнеса. Размер уставного капитала декларируется в учредительных документах и остается неизменным вплоть до их перерегистрации в установленном порядке. Для организаций отдельных организационно-правовых форм (обществ с ограниченной ответственностью, закрытых и открытых акционерных обществ), а также отдельных видов деятельности (например, в банковской сфере) минимальный размер уставного фонда регулируется законодательством

Резервный капитал

•представляет собой часть собственного капитала, предназначенного для внутреннего страхования рисков. Формирование резервов осуществляется, главным образом, за счет прибыли. Размер резервной части собственного капитала определяется учредительными документами. Минимальный размер отчислений в резервный фонд регулируется законодательством

Добавочный капитал

•формируется в результате прироста стоимости внеоборотных активов (по результатам переоценки), а также в результате расхождений в продажной и номинальной стоимости акций в процессе формирования уставного капитала. Этот вид собственного капитала образуется, главным образом, в организациях с высокой долей внеоборотных активов при высоком уровне их обесценения (в результате инфляции), а также в акционерных обществах, формирующих уставный капитал в порядке открытой продажи акций

Целевые финансовые фонды

•образуются при поступлении финансовых средств из бюджета и внебюджетных источников, от других организаций и физических лиц для осуществления мероприятий целевого назначения

Нераспределенная прибыль

•представляет собой часть прибыли, не использованной на потребление собственниками и персоналом. Как правило, эта прибыль предназначена для капитализации, т.е. для реинвестирования в хозяйственную деятельность

2.9. Разработка политики самофинансирования

Первый этап

Анализ сложившегося потенциала собственных финансовых ресурсов:

их объем и динамика в предшествующем периоде, соответствие темпов прироста собственного капитала темпам прироста активов и объема продаж (золотое правило экономики предприятия), соотношение внешних и внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов, стоимость различных источников финансирования собственного капитала; состояние коэффициента автономии и самофинансирования и их динамика

Второй этап

Определение потребности в собственных финансовых ресурсах:

$$\text{СКплан} = \text{K}\Sigma * \text{дск} - \text{Пр} + \text{А}$$

где:

СКплан - дополнительная потребность в собственном капитале на планируемый период;

$\text{K}\Sigma$ - совокупный капитал на конец планового периода;

дск - удельный вес собственного капитала в общей его сумме;

Пр - размер реинвестируемой прибыли в плановом периоде;

А - амортизационный фонд на конец планируемого периода

Третий этап

Оценка стоимости привлечения собственного капитала из различных источников (внутренних и внешних)

В результате такой оценки принимается управленческое решение относительно выбора альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов. В качестве таковых могут выступать:

изменение амортизационной политики,

формирование эффективной политики распределения прибыли,

решение об увеличении уставного капитала за счет роста долей пайщиков, расширения их числа или дополнительной эмиссии акций

2.10. Расчет цены собственного капитала

Модель оценки доходности финансовых активов (САРМ)

$$K_s = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

где: K_s – цена обыкновенной акции

r_f – безрисковая доходность

r_m – ожидаемый рыночный доход

β_i – β -коэффициент акции

Метод дисконтированного денежного потока (модель Гордона)

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

где: K_s – цена обыкновенной акции

D_1 – последние фактически выплаченные дивиденды

P_0 – рыночная стоимость обыкновенных акций

g – темп роста дивидендов

Метод суммирования доходности собственных облигаций и расчетной премии за риск

Премия за риск представляет собой превышение доходности акции компании над доходностью ее облигаций.

2.11. Заемный капитал: виды банковских кредитов (начало)

Бланковый (необеспеченный) кредит - в качестве обеспечения по этому кредиту выступают не материальные ценности, а наиболее ликвидная часть оборотных активов, генерирующая денежный поток компании, - дебиторская задолженность и средства на счетах в этом же банке;

Овердрафт - допускающий отрицательное сальдо на расчетном счете; при этом устанавливается предельный размер отрицательного сальдо и кредитный процент;

Сезонный кредит с ежемесячной амортизацией долга - график такого кредита предусматривает ежемесячное обслуживание долга и ежемесячное погашение основной суммы долга;

Кредитная линия - в данном случае кредит оформляется без привязки к конкретным срокам его использования; в кредитном договоре оговаривается предельная сумма кредита и процентные ставки по нему; заемщик использует этот кредитный ресурс по мере возникновения реальной потребности

Револьверный (автоматически возобновляемый) кредит - предусматривающий как поэтапную выборку кредитных средств, так и поэтапное частичное или полное погашение обязательств, а также возможность многократных заимствований (содержит элементы кредитной линии, но предусматривает минимальные ограничения, накладываемые банком)

2.11. Заемный капитал: виды банковских кредитов (окончание)

Онкольный кредит - предоставляется заемщику без указания срока использования (в рамках краткосрочного кредитования) с обязательством последнего погасить его по первому требованию кредитора;

Ломбардный кредит - предоставляется под заклад высоколиквидных активов (векселей, государственных ценных бумаг и т.п.); размер кредита соответствует в этом случае части стоимости переданных в заклад активов;

Ипотечный кредит - долгосрочный займ под залог внеоборотных активов или имущественного комплекса в целом; при этом заложенное имущество используется компанией, но оно страхуется в полном объеме в пользу банка;

Ролловерный кредит - вид долгосрочного кредита с периодическим пересмотром процентной ставки по мере изменения конъюнктуры финансового рынка;

Консорциумный кредит - привлечение средств других банков для обслуживания кредитной потребности предприятия-клиента с соответствующим перераспределением суммы процентов по обслуживанию долга.

2.12. Порядок определения стоимости заемного капитала

Стоимость капитала – плата за его привлечение, выраженная в процентах к суммарной величине капитала.

Стоимость банковских ссуд (Цссуд)

зависит от многих факторов: вида используемых процентных ставок (фиксированной или плавающей), схемы начисления процентов и погашения задолженности. При этом поскольку проценты по банковским ссудам относятся по ныне действующему в России законодательству на внереализационные расходы и участвуют в формировании прибыли до налогообложения, а все предыдущие оценки выполнены применительно к прибыли после налогообложения, необходимо использовать налоговый корректор:

$$\text{Цссуд} = p * (1 - \text{Сн.п.})$$

где: p – процентная ставка по долгосрочной ссуде банка,
Сн.п. – ставка налога на прибыль.

Стоимость облигационного займа (Цоз)

примерно равна процентам, уплачиваемым по облигациям:

$$\text{Цоз} = \text{Оном} * p / \text{Орын}$$

где: Оном – номинальная или нарицательная стоимость облигации,
 p - купонная ставка,
 Орын – рыночная цена облигации.

3.1. Задачи управления капиталом

Обеспечение соответствия
объема привлекаемого капитала
объему финансируемых активов

Формирование оптимальной
структуры капитала с позиций
эффективного его
функционирования

ЗАДАЧИ

Минимизация затрат по
формированию капитала из
различных источников

Эффективное использование
капитала в процессе
хозяйственной деятельности
компании

3.2. Средневзвешенная цена капитала (начало)

Средневзвешенная цена капитала (WACC) всех источников финансирования за счет собственного капитала и заемных средств представляет собой стоимость компании.

$$WACC = \sum K_i * D_i$$

где: **WACC** – средневзвешенная цена капитала

K_i – цена конкретного источника

D_i – доля соответствующего источника в общей сумме капитала

3.2. Средневзвешенная цена капитала (окончание)

Средневзвешенная цена капитала представляет собой рентабельность инвестированного капитала и позволяет оценивать финансовые решения, в т.ч. решения инвестиционного характера: они могут считаться целесообразными лишь в том случае, если их рентабельность не ниже текущего значения средневзвешенной цены капитала.

Предельная цена капитала показывает цену последней денежной единицы вновь привлеченного капитала. Она может оставаться неизменной, если увеличение капитала производится за счет нераспределенной прибыли при сохранении его структуры. В случае привлечения новых источников долгосрочного финансирования и изменении структуры капитала предельная цена капитала изменится. При этом точка разрыва (перелома - x) рассчитывается по формуле:

$$x = P_{\text{нераспр}} / d_{\text{ск}}$$

где: $P_{\text{нераспр}}$ – нераспределенная прибыль,
 $d_{\text{ск}}$ – удельный вес собственного капитала.

4.1. Основной капитал компании

Основные фонды - это часть имущества организации, имеющие натурально-вещественную форму, участвующие во многих производственных циклах, не теряя при этом своей первоначальной натурально-вещественной формы.

Основные средства - это стоимостная оценка основных фондов компании, отражаемых в активе ее баланса. В процессе производственной деятельности основные средства постепенно уменьшаются на сумму начисленной амортизации.

Основной капитал - это часть капитала компании, являющегося источником формирования основных фондов, как имущества организации.

4.2. Состав капитала, авансированного во внеоборотные активы

Основные средства:

Земельные участки и объекты природопользования;
Здания, машины и оборудование

Нематериальные активы:

Патенты, товарные знаки (знаки обслуживания);
Ноу-хау;
Деловая репутация

Незавершенное строительство

Доходные вложения в материальные ценности:

Имущество для передачи в лизинг;
Имущество, предоставляемое по договору проката;

Долгосрочные финансовые вложения:

Инвестиции в дочерние общества;
Инвестиции в зависимые общества;
Инвестиции в другие организации;
Займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев;
Прочие долгосрочные финансовые вложения;

Отложенные налоговые активы

Прочие внеоборотные активы

4.3. Направления оптимизации использования капитала, авансированного во внеоборотные активы

грамотное использование амортизационной политики в целях ускорения переноса стоимости амортизируемых активов на затраты

активное воздействие на облагаемую базу по налогу на имущество, т.к. остаточная стоимость основных средств представляет собой облагаемую базу по налогу на имущество компаний

корректное формирование максимально допустимого уровня затрат и соответствующей экономии на налоговых издержках в части налога на прибыль

альтернативные источники реновации основных средств:
оперативный лизинг, финансовый лизинг, возвратный лизинг

4.4. Состав нематериальных активов

Исключительные права на объекты интеллектуальной собственности (изобретения, промышленные образцы, программы для ЭВМ, селекционные достижения и др.)

Исключительные права на товарный знак, знак обслуживания, наименование места происхождения товаров и фирменное наименование

Владение "ноу-хау", секретной формулой или процессом, информацией в отношении промышленного, коммерческого или научного опыта

Деловая репутация

4.5. Условия отражения НМА в учете и отчетности

а) отсутствие материально-вещественной (физической) структуры;

б) возможность идентификации (выделения, отделения) организацией от другого имущества;

в) использование в производстве продукции, при выполнении работ или оказании услуг либо для управленческих нужд организации;

г) использование в течение длительного времени, т.е. срока полезного использования, продолжительностью свыше 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев;

д) компанией не предполагается последующая перепродажа данного имущества;

е) способность приносить компании экономические выгоды (доход) в будущем;

ж) наличие надлежаще оформленных документов, подтверждающих существование самого актива и исключительного права у компании на результаты интеллектуальной деятельности (патенты, свидетельства, другие охранные документы, договор уступки (приобретения) патента, товарного знака и т.п.).

4.6. Нематериальные активы и их место в российском бизнесе (Послание Президента РФ 12.12.2013)

В России в среднем из 265 полученных научных результатов только один становится объектом правовой охраны

Вклад добавленной стоимости, которая образуется от оборота интеллектуальной собственности, в ВВП России – менее 1%

В США вклад интеллектуальной собственности в ВВП – 12 %, в Германии – 7-8 %, в Финляндии – 20 %

4.7. Нематериальные активы (проблемы и парадоксы)

Существующий механизм работы с нематериальными активами таков, что их проще не идентифицировать: это экономичнее с точки зрения денежных расходов и трудозатрат

Особенности стоимостной оценки, вследствие чего реально значимые операционные технологии в финансовом плане становятся неразличимыми на фоне гипертрофированных управленческих технологий

Традиции отнесения нематериальных активов к амортизируемым обуславливают их неизбежную нуллификацию даже в том случае, если их рыночная стоимость не снижается

Бренд - распространенный и признанный во всем мире вид нематериального актива в России существует де-факто, но отсутствует де-юре

Неэффективная правовая защита интеллектуальной собственности и торговых марок из-за несовершенства законодательства и неработающего инфорсmenta провоцирует вполне открытые перехваты брендов

4.8. Управление нематериальными активами

Инвентаризация нематериальных активов



Оценка эффективности использования учтенных НА прямым или косвенным методами



Идентификация неучтенных НА



Оценка неучтенных НА



Постановка их на учет



Формирование политики управления НА, включая политику амортизации/переоценки НА



Правовая защита НА

4.9. Оценка эффективности использования нематериальных активов

Рентабельность НА =
прибыль (П) / стоимость НА

Оценка
эффективности
использования НА
прямым методом

Рентабельность
реального имущ-ва =
П / (основные средства +
запасы)

Оценка
эффективности
использования НА
косвенным методом

4.10. Оборотный капитал компании

Оборотные активы - это часть имущества корпорации, имеющие натурально-вещественную форму.

Оборотные средства - это стоимостное выражение оборотных активов корпорации, отражаемых в активе ее бухгалтерского баланса.

Оборотный капитал - это часть капитала корпорации, направленного на формирование оборотных активов.

4.11. Состав капитала, авансированного в оборотные активы

Запасы сырья, материалов, полуфабрикатов, готовой продукции, товаров и др.	с покупателями при отгрузке продукции, товаров, работ, услуг без предоплаты [1]
Дебиторская задолженность по взаиморасчетам:	с поставщиками по предоплате (авансам выданным)
Краткосрочные финансовые вложения	с персоналом при авансовых выплатах заработной платы, наличии подотчетных сумм и предоставлении ссуд
Денежные средства и их эквиваленты	с бюджетом по авансовым платежам
Прочие виды оборотных активов	с учредителями

[1] 80-90% дебиторской задолженности приходится на расчеты с покупателями.

4.12. Управление запасами

Потребность в текущих производственных запасах (Z) в натуральном виде определяется как произведение однодневного расхода ($Z_{\text{дн}}$) на длительность их оборота в днях (D):

$$Z = Z_{\text{дн}} * D$$

При наличии расчетных нормативов, в частности норматива хранения в днях (H_z), а также для расчета текущих производственных запасов в стоимостных единицах потребный размер запасов может быть определен по формуле:

$$Z = Z_{\text{дн}} * H_z - KЗ$$

где: $KЗ$ – средняя сумма кредиторской задолженности за приобретенные товарно-материальные ценности.

Наряду с определением запаса, оптимального с точки зрения текущих расходов на хранение, для финансового менеджера важно рассчитать оптимальный размер поставки, при котором минимизируются текущие расходы по размещению заказа и доставке.

Эта оптимизационная задача решается с помощью «модели Уилсона»:

$$R_{\text{Optim}} = \sqrt{Z_{\text{год}} * TЗ_{\text{разм}} * 2 / TЗ_{\text{хр}}}$$

где: R_{Optim} – оптимальный размер поставки,

$Z_{\text{год}}$ – годовой (квартальный) объем закупки,

$TЗ_{\text{хр}}$ – текущие затраты на хранение единицы запасов,

$TЗ_{\text{разм}}$ – текущие затраты на размещение заказа, доставку и приемку в расчете на одну партию.

4.13. Технологии управления запасами (начало)

Методология ABC-анализа

Его суть - вся номенклатура запасов классифицируется по признаку относительной важности на классы А, В, С. Для каждого класса формируются свои методики управления запасами и устанавливаются свои уровни контроля за ними исходя из принципа Вильфредо Парето, который гласит, что контроль относительно небольшого количества элементов позволяет контролировать ситуацию в целом. Сформулированное Парето правило именуют правилом 80/20, что означает: надежный контроль 20% номенклатурных позиций позволяет на 80% контролировать систему.

Стратегия «точно в срок» (Just in time - JIT)

Была разработана в 50-х годах в Японии, когда компания Toyota Motor ввела систему под названием Kanban. Основная идея JIT: если производственное расписание задано (абстрагируясь от спроса и заказов), то можно организовать движение материальных потоков так, что все материалы и компоненты будут поступать в нужном количестве в нужное место и точно к назначенному сроку для производства или сборки. В таком случае необходимость складов отпадает, но критичными становятся качество информационных систем, точное предсказание спроса, качество поставок. Поставщики становятся партнерами в бизнесе и могут даже интегрироваться в компанию-потребителя их продукции. Очень важна территориальная близость поставщиков.

4.13. Технологии управления запасами (продолжение)

Планирование потребности (Materials requirements planning – MRP)

Система MRP начинает свою работу с определения, сколько и в какие сроки необходимо произвести конечной продукции. Затем система определяет время и необходимые количества материальных ресурсов для удовлетворения потребностей производственного расписания. Ядром MRP системы является программный комплекс, который и проводит все расчеты и анализ по определенным алгоритмам на основании базы данных о материальных ресурсах и их запасах, и на основании производственного расписания. MRP системы используются, как правило, когда спрос на МР сильно зависит от спроса на готовую продукцию, или когда надо работать с большой номенклатурой запасов. MRP системы предпочтительнее JIT тогда, когда имеется достаточно длинный производственный цикл.

Логистическая концепция "Lean Production«

По существу является развитием подхода JIT и включает в себя элементы как системы KANBAN, так и MRP. Большое значение для реализации концепции "Lean Production" во внутрипроизводственной логистической сети имеет всеобщий контроль качества на всех уровнях производственного цикла.

4.13. Технологии управления запасами (окончание)

Планирование бизнес-ресурсов (ERP - Enterprise resource planning)

Главная задача ERP-системы - добиться временной и ресурсной оптимизации всех процессов. Довольно часто вся присущая концепции ERP совокупность задач реализуется не одной интегрированной системой, а некоторым комплектом программного обеспечения. В основе такого комплекта, как правило, лежит базовый ERP-пакет, к которому через соответствующие интерфейсы подключены специализированные продукты третьих фирм (отвечающие за электронную коммерцию, за OLAP, за автоматизацию продаж и проч.).

Синхронизация покупателя с внутренним планированием и производством (CSRP - Customer Synchronized Resource Planning)

CSRP использует интегрированную функциональность ERP и перенаправляет производственное планирование от производства далее, к покупателю. CSRP предоставляет действенные методы и приложения для создания продуктов с повышенной ценностью для покупателя.

4.14. Управление дебиторской задолженностью

Анализ дебиторской задолженности в предшествующем периоде

Формирование принципов кредитной политики и системы кредитных условий, дифференциация условий предоставления отсрочки платежа с учетом оценки покупателей

Установление процедуры инкассации дебиторской задолженности

Рефинансирование дебиторской задолженности

4.15. Элементы кредитной политики

Распространение/нераспространение кредита на рискованные группы покупателей

Размер предоставляемого кредита (кредитный лимит)

Срок предоставления кредита (кредитный период)

Стоимость предоставления кредита
(% за кредит или система ценовых надбавок/скидок)

Система штрафных санкций за просроченное исполнение обязательств покупателями

4.16. Управление денежными средствами. Модель Баумоля.

Основан на предпосылках:

Минимальный остаток денежных средств принимается равным нулю

Оптимальный (максимальный) остаток денежных средств рассчитывается по формуле:

$$ДС_{\max} = \sqrt{(2 * R_{\text{кфв}} * P_{\Sigma} / СБ_{\text{кфв}})},$$

где: $R_{\text{кфв}}$ – усредненные расходы на обслуживание одной операции с краткосрочными финансовыми вложениями,

P_{Σ} - суммарный расход денежных средств в предстоящем периоде,

$СБ_{\text{кфв}}$ – банковская ставка по краткосрочным финансовым вложениям в дробном выражении.

Средний остаток денежных активов определяется как половина максимального остатка.

4.17. Управление денежными средствами. Модель Баумоля-Тобина

Модель учитывает преимущества и недостатки хранения денежных средств на счетах (если не начисляются проценты или существуют варианты получения более высоких процентов), в кассе или на руках (для физического лица).

Модель определяет оптимальный уровень денежных средств ($ДС_{\text{Optim}}$) на основе прогнозируемой потребности в них (Y), суммы транзакционных издержек по операциям краткосрочного инвестирования (F) и доступной доходности по безрисковым вариантам краткосрочного инвестирования (i):

$$ДС_{\text{Optim}} = \sqrt{\frac{2 * Y * F}{i}}$$

4.18. Управление денежными средствами. Модель Миллера-Орра

Минимальный остаток денежных средств равен минимальному резерву, т.е. > 0

Оптимальный остаток денежных средств определяется по формуле:
$$D_{Optim} = 3\sqrt{(3 * P_{кфв} * OT_{max} / 4 * СБ_{кфв})}$$
,
где: OT_{max} – максимальное отклонение денежных активов от среднего размера в предшествующем периоде.

Максимальный остаток денежных средств принимается в трехкратном размере от D_{Optim} .

Средний остаток определяется как средняя арифметическая величина от максимального и минимального остатков

4.19. Управление денежными средствами. Модель Стоуна

Если прогнозируется превышение остатка денежных средств в период $t+1$ более $ДС_{max}$, тогда рекомендуется в период t купить ценные бумаги на сумму $ДС_{max} - ДС_{min}$

Если прогнозируется снижение остатка денежных средств ниже уровня $ДС_{min}$, то компании необходимо реализовать ценных бумаг на сумму, которая позволила бы выйти на уровень $ДС_{optim}$.

Если прогнозируется денежный остаток в интервале от $ДС_{min}$ до $ДС_{max}$, тем более на уровне $ДС_{optim}$, то никакие действия по управлению остатком не принимаются

4.20. Имитационное моделирование по методу Монте-Карло

На основе прогноза спроса и производственных возможностей составляется прогноз продаж в денежном выражении ежемесячно;

Прогнозный объем продаж корректируется на коэффициент вариации, представляющий собой отношение среднеквадратичного отклонения и прогнозного объема продаж;

Рассчитывается стандартное (среднеквадратичное) отклонение ежемесячных продаж и для каждой вероятности определяется возможный ежемесячный диапазон их изменения;

Задается зависимость месячного денежного потока от объема продаж;

Методом случайного перебора возможных сценариев получения с определенной вероятностью того или иного объема продаж строится вероятностное ежемесячное распределение потока поступлений денежных средств;

Корректировка входящего денежного потока на сумму расчетных (фиксированных) затрат позволяет определить вероятностный чистый денежный поток и его остаток

4.21. Критерии принятия решений в области управления активами (начало)

Растущая в динамике длительность оборота оборотных активов, свидетельствующая о замедлении оборачиваемости оборотных активов в целом и их отдельных составляющих

Уровень оборачиваемости оборотных активов ниже среднеотраслевого значения по этому виду деятельности. В этих целях могут использоваться данные Росстата по оборачиваемости

Снижение в динамике более одного года рентабельности активов. Показатель характеризует доходность основного и оборотного капитала, и его снижение в динамике может поставить под вопрос целесообразность дальнейшего использования капитала в этом сегменте рынка.

Уровень рентабельности активов ниже среднеотраслевого значения по этому виду деятельности. В этих целях могут использоваться ежегодно публикуемые данные Росстата по рентабельности активов

4.21. Критерии принятия решений в области управления активами (продолжение)

Существенное превышение среднеотраслевых значений рентабельности реального имущества, что может свидетельствовать о наличии в составе активов неидентифицированного имущества, генерирующего доходы

Рентабельность активов, соизмеримая с доходностью безрисковых инструментов фондового рынка (государственных ценных бумаг, банковских депозитов и т. п.). В качестве основного индикатора в этом случае выступают публикуемые данные Банка России

Невысокие параметры доходности отдельных составляющих активов. Оценить доходность отдельных составляющих активов всегда желательно, но не всегда возможно. Такие оценки реальны лишь в отношении активов, непосредственно генерирующих доходы при ведении раздельного учета и его хорошей аналитике. Если же учетные данные дают такую возможность, в качестве оценочных критериев можно использовать сравнительные оценки с наиболее доходными активами, а также все описанные выше критерии по рентабельности.

4.21. Критерии принятия решений в области управления активами (продолжение)

Существенное отклонение от типовой структуры активов по профильному виду деятельности

Несоблюдение параметров оптимальности в балансе в части внеоборотных активов.
Речь идет о правиле «левой и правой руки», в соответствии с которым долгосрочные активы должны быть покрыты долгосрочным капиталом

Несоблюдение параметров оптимальности в балансе в части оборотных активов.
Речь идет о ликвидности баланса, которая представляет собой отношение совокупных оборотных средств к краткосрочным обязательствам

4.21. Критерии принятия решений в области управления активами (окончание)

Превышение стандарта общей (текущей) ликвидности, что свидетельствует об излишке оборотных активов и возможности их частичного использования для приобретения активов капитального долгосрочного характера

Наличие в структуре имущества неликвидных активов или активов со снижающейся ликвидностью

Оценка политики финансирования активов. В зависимости от отношения к рискам выбирают агрессивную, консервативную и умеренную (компромиссную) политику финансирования активов. Агрессивная политика предполагает использование долгосрочных источников финансирования (собственного и долгосрочного заемного капитала) только на внеоборотные активы; оборотные активы должны покрываться краткосрочными источниками финансирования. Консервативная политика финансирования активов предусматривает покрытие долгосрочным капиталом внеоборотных, постоянных оборотных и частично переменных оборотных активов. Умеренная (компромиссная) политика финансирования активов предполагает покрытие внеоборотных и значительной части постоянных оборотных активов долгосрочными источниками финансирования

5.1. Показатели оценки эффективности использования капитала компании

Коэффициенты оценки движения капитала

Коэффициенты структуры капитала

Коэффициенты деловой активности

Коэффициенты рентабельности капитала

5.2. Коэффициенты оценки движения капитала

Коэффициент поступления всего капитала (K_1)

$$K_1 = \frac{K_n}{K_{к.п.}}$$

где: K_n – сумма источников капитала, мобилизованного в течение отчетного периода

$K_{к.п.}$ – сумма капитала на конец отчетного периода

Коэффициент поступления собственного капитала (K_2)

$$K_2 = \frac{СК_n}{СК_{к.п.}}$$

где: $СК_n$ – сумма собственных источников капитала, мобилизованных в течение отчетного периода

$СК_{к.п.}$ – сумма собственного капитала на конец отчетного периода

Коэффициент поступления заемного капитала (K_3)

$$K_3 = \frac{ЗК_n}{ЗК_{к.п.}}$$

где: $ЗК_n$ – сумма заемных источников капитала, мобилизованных в течение отчетного периода

$ЗК_{к.п.}$ – сумма заемного капитала на конец отчетного периода

Коэффициент выбытия заемного капитала (K_4)

$$K_4 = \frac{ЗК_n}{ЗК_{н.п.}}$$

где: $ЗК_n$ – сумма выбывших заемных источников капитала в течение отчетного периода

$ЗК_{н.п.}$ – сумма заемного капитала на начало отчетного периода

5.3. Коэффициенты структуры капитала

Коэффициент автономии (финансовой независимости) (K_5)

$$K_5 = \frac{\overline{СК}}{К}$$

где: $\overline{СК}$ – средняя за период сумма собственного капитала

$К$ – средняя за период сумма капитала компании

Оптимальное значение – больше 0,5

Коэффициент финансовой зависимости (K_6)

$$K_6 = \frac{\overline{ЗК}}{К}$$

где: $\overline{ЗК}$ – средняя за период сумма заемного капитала

$К$ – средняя за период сумма капитала компании

Оптимальное значение – меньше 0,5

Коэффициент финансового рычага (левериджа) (K_7)

$$K_7 = \frac{\overline{ЗК}}{\overline{СК}}$$

где: $\overline{ЗК}$ – средняя за период сумма заемного капитала

$\overline{СК}$ – средняя за период сумма собственного капитала

Оптимальное значение – больше 0,7

5.4. Коэффициенты деловой активности (начало)

Оборачиваемость собственного капитала (K_8)

$$K_8 = \frac{Д}{СК}$$

где: $Д$ – выручка от реализации продукции за период
 $СК$ – сумма собственного капитала

Оборачиваемость инвестированного капитала (K_9)

$$K_9 = \frac{Д}{\overline{ИК}}$$

где: $\overline{ИК}$ – средняя за период сумма инвестированного капитала

Оборачиваемость заемного капитала (K_{10})

$$K_{10} = \frac{Д}{\overline{ЗК}}$$

где: $\overline{ЗК}$ – средняя за период сумма заемного капитала

5.4. Коэффициенты деловой активности (окончание)

Фондоотдача (K_{11})

$$K_{11} = \frac{Д}{\overline{ОФ}}$$

где: $\overline{ОФ}$ – средняя за период сумма основных фондов компании

Капиталоемкость (K_{12})

$$K_{12} = \frac{\overline{ОФ}}{Д}$$

где: $\overline{ОФ}$ – средняя за период сумма основных фондов компании

Продолжительность одного оборота капитала ($П$)

$$П = \frac{T}{К}$$

где: T – количество дней отчетного периода
 $К$ – коэффициент оборачиваемости капитала

5.5. Коэффициенты рентабельности капитала

Рентабельность совокупного капитала (ROA)

$$ROA = \frac{П_{оп}}{К}$$

где: $\frac{П_{оп}}{К}$ – сумма операционной прибыли за период
– средняя за период сумма капитала компании

Рентабельность инвестированного капитала (ROIC)

$$ROIC = \frac{ЧП_{оп}}{ИК}$$

где: $\frac{ЧП_{оп}}{ИК}$ – сумма чистой операционной прибыли компании за период
– средняя сумма инвестированного в компанию капитала

Рентабельность собственного капитала (ROE)

$$ROE = \frac{ЧП}{СК}$$

где: $\frac{ЧП}{СК}$ – сумма чистой прибыли компании за период
– средняя сумма собственного капитала компании