

Тема 2 Финансовые ресурсы и собственный капитал организации

- Экономическое содержание и состав финансовых ресурсов организаций
- Кругооборот денежных и финансовых ресурсов организации
- Формы и виды финансирования организаций: собственный и заемный капитал
- Финансовый рынок как источник привлечения финансового капитала



Финансовые ресурсы и финансовый капитал

- *Финансовые ресурсы* – собственные денежные доходы и поступления из вне, предназначенные для выполнения финансовых обязательств, финансирования текущих затрат и затрат на развитие производства

- *Капитал* - часть финансовых ресурсов, вложенных в производство и приносящих доход по завершению кругооборота.

- *Физический капитал* - здания, сооружения, оборудование.
- *Финансовый капитал* - акции, облигации, кредиты.



Кругооборот финансовых ресурсов





Собственные источники финансирования

Формы собственного капитала

Уставный капитал	<ul style="list-style-type: none">□ Инвестированные средства.□ Для обеспечения уставной деятельности.
Добавочный капитал	<ul style="list-style-type: none">□ Прирост стоимости внеоборотных активов в результате переоценки.□ Эмиссионный доход. □ Использование: погашение сумм снижения стоимости внеоборотных активов; увеличение уставного капитала; распределение сумм между учредителями.
Резервный капитал	<ul style="list-style-type: none">□ В АО создается в размере, предусмотренном уставом, но не менее 5% от его уставного капитала путем обязательных ежегодных отчислений от чистой прибыли до достижения им размера, установленного уставом.□ Размер ежегодных отчислений предусматривается уставом, но не может быть менее 5% от чистой прибыли до достижения размера, установленного уставом.□ Средства фонда направляются на покрытие убытков, погашение облигаций общества и выкуп акций общества в случае отсутствия иных средств.
Нераспределенная прибыль	<ul style="list-style-type: none">□ Часть чистой прибыли фирмы, которая не была распределена акционерам и осталась в распоряжении фирмы в соответствии с решением собрания акционеров.



Способы привлечения собственного капитала

Способы	Достоинства	Недостатки
Эмиссия акции	<ul style="list-style-type: none">– долевой источник финансирования;– закрепляется права владельца на получение части прибыли АО в виде дивидендов	<ul style="list-style-type: none">– подготовка документации и соблюдение стандартов эмиссии;– государственная пошлина при регистрации;– вознаграждение андеррайтеру;– подразделение, ответственное за работу с акционерами;– мероприятия по росту капитализации компании и поддержанию имиджа.
Реинвестирование прибыли	<ul style="list-style-type: none">– моментальный источник финансирования	<ul style="list-style-type: none">– может отсутствовать;– за реинвестирование прибыли акционеру могут попросить более высоких доходов в будущем.



Заемные источники финансирования

Формы заемного капитала

Кредиты и займы	<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Долговое финансирование.<input type="checkbox"/> Для обеспечения уставной деятельности.
Кредиторская задолженность	<ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Отсрочка (рассрочка) платежа.



Заемные источники финансирования

Формы и способы привлечения заемного финансирования

Форма заемного капитала	Способы привлечения	Достоинства	Недостатки
	Банковский кредиты, ст.819 ГК и заключение кредитного договора	- только %% и комиссия за сопровождение	-условия платности, срочности и возвратности; -требуется обеспечение
	Займ, ст.807, 809 ГК и заключение договора займа	-срочность напрямую не предусмотрена; -договор может не предполагать выплату %%.	-право на получение с заемщика %% сохраняется.
Займы и кредиты	Эмиссия облигаций, ст.816 ГК	-создает публичную кредитную историю; -исключает зависимость от одного инвестора и уменьшает вероятность потери контроля над компанией; -долгосрочные ресурсы; -самостоятельное установление периодичности и длительности сроков погашения; -более широкий круг инвесторов позволяет привлечь более дешевые ресурсы.	-эмиссия ограничена величиной уставного капитала, а в сумме большей необходимо дополнительное обеспечение (ст.102 ГК); При отсутствии обеспечения размещение облигаций допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.



Формы и способы привлечения заемного финансирования

Форма заемного капитала	Способы привлечения	Достоинства	Недостатки
Кредиторская задолженность	Спонтанная кредиторская задолженность	-устная договоренность об отсрочке (рассрочке) платежа.	-возможны скидки при условии наличной оплаты.
	Векселя, ст.815 ГК	-эквивалент для оперативных расчетов при нехватке наличных; -не требуется регистрации; -можно использовать не только для расчетов, но и для привлечения средств; -формируется кредитная история; -нет ограничений суммарного объема выпуска и срока их обращения.	-бумажная форма; -если использовать как источник финансирования : требования к компании, привлечение консультанта.
	Рассрочка (отсрочка) по уплате налогов, ст.64 НК	- изменение срока уплаты налога при наличии оснований	-установлена плата.

Дополнительное финансирование и коэффициент устойчивого роста

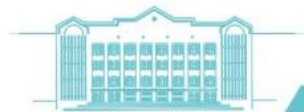
- **Сумма необходимого дополнительного финансирования** = прирост активов – прирост нераспределенной прибыли – прирост кредиторской задолженности

- Когда компания не планирует дополнительную эмиссию акций и не намерена увеличить соотношение собственных и заемных средств, **компания не может расти быстрее, чем растёт её собственный капитал.**

- Коэффициент роста фирмы – коэффициент устойчивого роста.

Дополнительное финансирование и коэффициент устойчивого роста

- **Коэффициент устойчивого роста** = Темп роста акционерного капитала = Прирост нераспределенной прибыли / Акционерный капитал на н.г.
- **Коэффициент устойчивого роста** = [Коэффициента удержания прибыли * чистая прибыль] / акционерный капитал = Коэффициент удержания прибыли * коэффициент доходности акционерного капитала.
- **Максимальный коэффициент устойчивого роста** = коэффициент доходности капитала, при условии, что вся чистая прибыль компании реинвестируется!
- Чтобы темпы роста превышали коэффициент устойчивого роста, компании придется эмитировать новые акции или (и) увеличить коэффициент задолженности кредиторам.

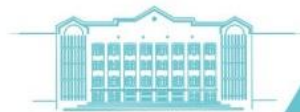


Статья 28. Увеличение уставного капитала общества (ФЗ №208-ФЗ)

1. Уставный капитал общества может быть увеличен путем увеличения номинальной стоимости акций или размещения дополнительных акций.

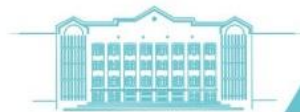
2. Решение об увеличении уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций принимается общим собранием акционеров.

3. Дополнительные акции могут быть размещены обществом только в пределах количества объявленных акций, установленного уставом общества.



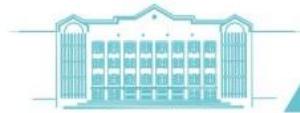
IPO ?

- **IPO (Initial Public Offering)** - первичное размещение акций, то есть продажа уже имеющихся или вновь выпущенных акций на бирже.
- **IPO** - первичное размещение акций компании с целью стать публичной.
- **PO** - публичный выпуск новых акций.



Теории открытого публичного размещения

Жизненного цикла	<ul style="list-style-type: none">□ Выход на рынок, когда выгоды (повышение стоимости компании и ликвидности акций) превышают издержки по организации IPO.□ Зрелый этап жизненного цикла.
Зависимости от рынка	<ul style="list-style-type: none">□ Рынок сам определяет время выхода с IPO.□ Нежелательно осуществлять размещение в период тренда снижающейся активности.
Рациональные теории	<ul style="list-style-type: none">□ Зависимость цены размещения от заинтересованности андеррайтеров.



Отличительные черты публичной компании

функционирование в
рыночной среде

оценка стоимости
через показатель
рыночной
капитализации

постоянная
возможность
привлекать средства
путем эмиссии
ценных бумаг,
держат
значительное
количество акций в
свободном
обращении на бирже



Обоснование необходимости IPO

Улучшение финансового положения и имущественное планирование	Капитал для развития	Открытое размещение	Потеря контроля	Требования, предъявляемые к открытой компании
Рост стоимости акций	Диверсификация		Необходимость делится успехом	Затраты
Возможности привлечения финансов в будущем	Слияние и приобретения		Потеря конфиденциальности	Ожидания акционеров
Котировка акций на бирже	Репутация		Ограничение свободы действий	
Преимущества			Недостатки	

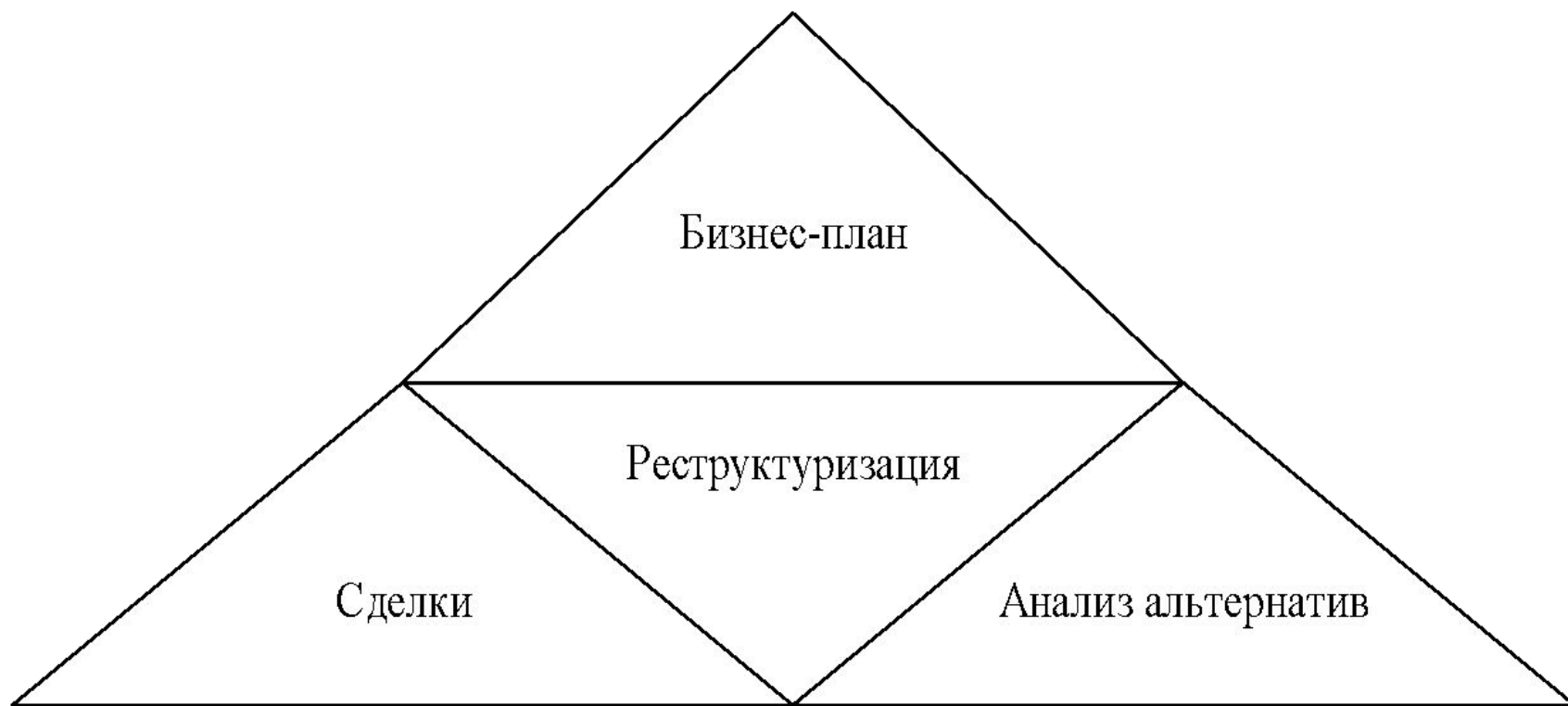


Инвестиционная политика предприятия при выпуске обыкновенных акций





Подготовка IPO



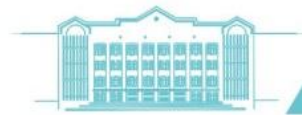
Обоснование необходимости IPO и выбор площадки



Этапы первичного размещения акций

- Внутренние мероприятия
- Выход на биржу
- Работа с инвесторами после размещения





Участники IPO

- Акционеры
- Менеджмент
- Лид-менеджер (андеррайтер)
- Коменеджер
- Юридические консультанты
- Аудиторы
- Финансовый консультант
- PR-агентство
- Принтер

Площадки для размещения акций российскими компаниями

<i>Площадка</i>	<i>Уровень развития</i>	<i>Ликвидность</i>	<i>Требования</i>
Россия (Мосбиржа)	Неразвитость российского рынка акций	Менее ликвидный и менее надежный	
Нью-Йорк (OTC Нью-Йорк, NYSE, AMEX)	Широкий круг потенциальных инвесторов	Консерватизм американских инвесторов по отношению к малознакомым акциям компании на развивающихся рынках, однако если ценные бумаги котируются на NYSE, то почему бы не инвестировать в IPO динамичной компании с хорошим потенциалом роста	Жесткие требования к компаниям
Европа (биржа альтернативных инвестиций AIM listing)	Большая емкость западного рынка капитала, размещение акций на котором позволяет с ходу поднять капитализацию компании до уровня старейших российских blue chips*		Менее жесткие требования к компаниям


Смета расходов на IPO
Прямые расходы

Статья расходов	Комментарий	Мин.	Ср.	Макс.
Услуги инвестиционного банка (координация проекта, оценка, финансового состояния, экспертиза бизнес-плана, разработка инвестиционного бренда, анализ информации для включения в информационный меморандум и т. д.), % от суммы эмиссии	% от доли эмиссии	5	7	9
Услуги юридического консультанта — составление и экспертиза проспекта акций, информационного меморандума, экспертиза договорной базы и прочей документации (включая контракты, уставы и др.), тыс. долл. США	В зависимости от сложности и объема работы	50	1 25	200
Услуги аудитора — аудит финансовой отчетности, проверка промежуточной финансовой отчетности, проведение финансового due diligence, выпуск письма независимого аудитора (comfort letter), экспертиза и подписание проспекта акций и информационного меморандума, тыс. долл. США		200	250	300
Создание отдела для подготовки обязательной отчетности для публич- ной компании, тыс. долл. США	3-5 сотрудников	4,5	12,25	20
Расходы на раскрытие информации перед публичными инвесторами (документирование политики в сфере раскрытия информации, содержание корпоративного сайта, печать и распространение корпоративных отчетов), тыс. долл. США	В зависимости от сложности и объема работы	10	30	50

Смета расходов

Косвенные расходы

Статья расходов	Комментарий	Мин.	Ср.	Макс
Увеличение налоговой нагрузки в результате создания «прозрачной» финансовой модели (% от выплат в бюджет до проведения IPO)	В зависимости от новой финансовой модели	170	225	280
Налоговые потери при построении юридической структуры (ликвидация взаимных обязательств, устранение аффилированности между юридическими лицами и т. д.)	% от величины объема реализации	0,5	2,75	5
Внедрение корпоративной информационно-аналитической системы для подготовки финансовой отчетности (IAS, GAAP), тыс. долл. США	В зависимости от функциональности системы	500	3250	6000
Реорганизация и совершенствование процедур корпоративного управления (заработная плата независимых директоров, разработка кодекса корпоративного поведения, управленческих регламентов, описание процедур проведения собраний акционеров и т. д.), тыс. долл. США	В зависимости от привлекаемых консультантов	50	85	120
Создание комитета по компенсациям и вознаграждениям, тыс. долл. США		12	36	60
Создание комитета по внутреннему контролю, тыс. долл. США		20	50	80
Создание службы стратегического планирования, тыс. долл. США		20	50	80
Создание службы по связям с инвесторами, тыс. долл. США		80	240	400

Оценка затрат выполнена на основании анализа рынка услуг, предоставляемых андеррайтерами, юридическими и аудиторскими фирмами. Анализ был проведен для многоотраслевого холдинга, состоящего из двух взаимозависимых юридических лиц и работающих по договору переработки давальческого сырья. Причем управляющая компания продает готовую продукцию, управляет ее производством и снабжает производственную компанию сырьем. Годовая выручка без НДС — 100 млн долл. США, рыночная стоимость порядка 180 млн долл. США. При этом предполагалось, что группой компаний будут привлечены средства за счет проведения IPO на сумму 45 млн долл. США (стоимость блокирующего пакета акций).



Теории структуры капитала

Классическая теория структуры капитала	Теоремы ММ в условиях отсутствия и присутствия налогообложения (Модильяни Ф. и Миллер М., 1958)	
Модели стационарного соотношения	Учет вероятности банкротства (Майерс С. (1984), Краус, Литценберг, Скотт, Ким, Брэдли) Влияние ликвидационных издержек на выбор структуры капитала (Хауген, Сенбет)	
Модели ассиметричной информации	Инвестиционные модели Теория иерархии (Гордон Дональдс (1961)) Модель Майерса и Мэйлафа Модель Краскера (1986) Модель Нарайанана (1988)	Сигнальные модели Модель Росса Модель Лелэнда и Пайла (1972)
Модели агентских издержек	Модель Дженсена и Меклинга (1976) Модель Дженсена (1986) Модель Гроссмана и Харта (1982) Модель Харриса и Равива (1990) Модель Шульца (1990) Модель Даймонда Модель Хириеляйфера и Такора	
Модели корпоративного контроля	Классическая теория Модель Харриса Равива Модель Шульца	

Миллер М.: рациональность иррациональной модели стационарного соотношения

«...Стоимость фирмы и в самом деле максимизируется на основе специально для этого принятых стратегических решения...? При бесконечной сложности реального мира процедура принятия решений является скорее эвристической, рассудочной, имитационной и нащупывающей.»

Так почему же тогда экономисты тратя силы на создание моделей, в которых предполагается, что фирмы ведут себя рационально? ...Скорее всего они обнаружили, ..., что модели, основанные на рациональном поведении, позволяют получать лучшие прогнозы и характеристики отрасли, рынка и экономики в целом, нежели какие-либо иные известные модели.

Подобный подход основан на убеждении, что в ходе эволюции наибольшие шансы на выживание имеют те эвристические, интуитивные приемы, которые совместимы с концепцией рационального рыночного равновесия, как бы далеки ни были от рациональности единичного явления, когда их наблюдают вблизи и изолированно»

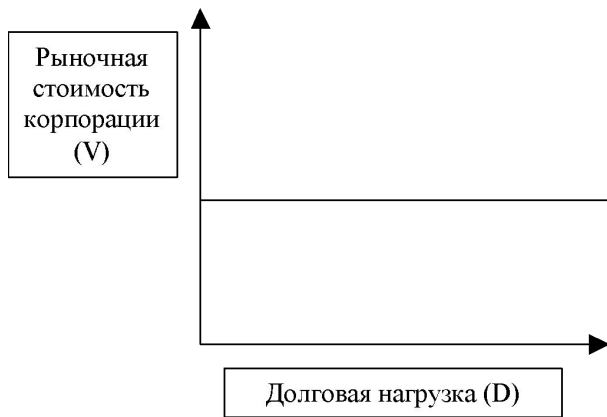


Рис. 1. Влияние долговой нагрузки на рыночную стоимость компании при отсутствии налогообложения

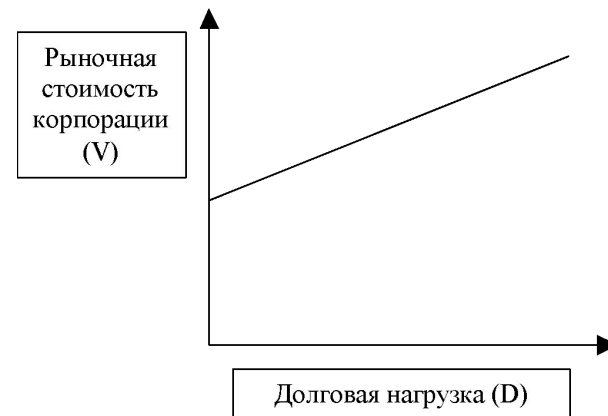


Рис. 2. Влияние долговой нагрузки на рыночную стоимость компании при налогообложении



Оптимальная структура капитала в моделях стационарного соотношения

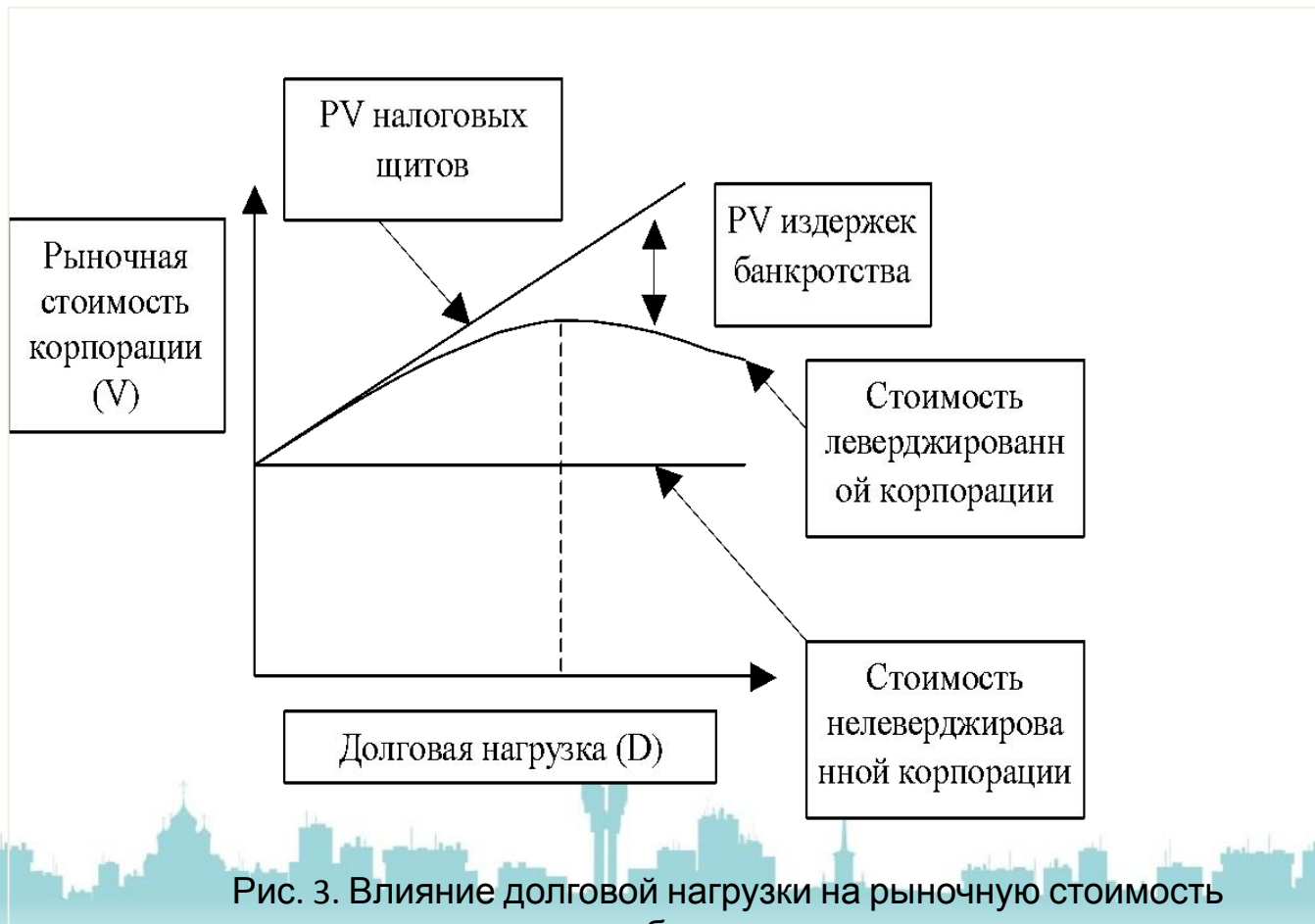


Рис. 3. Влияние долговой нагрузки на рыночную стоимость компании при налогообложении с учетом вероятности банкротства



Оптимальная структура капитала в моделях стационарного соотношения

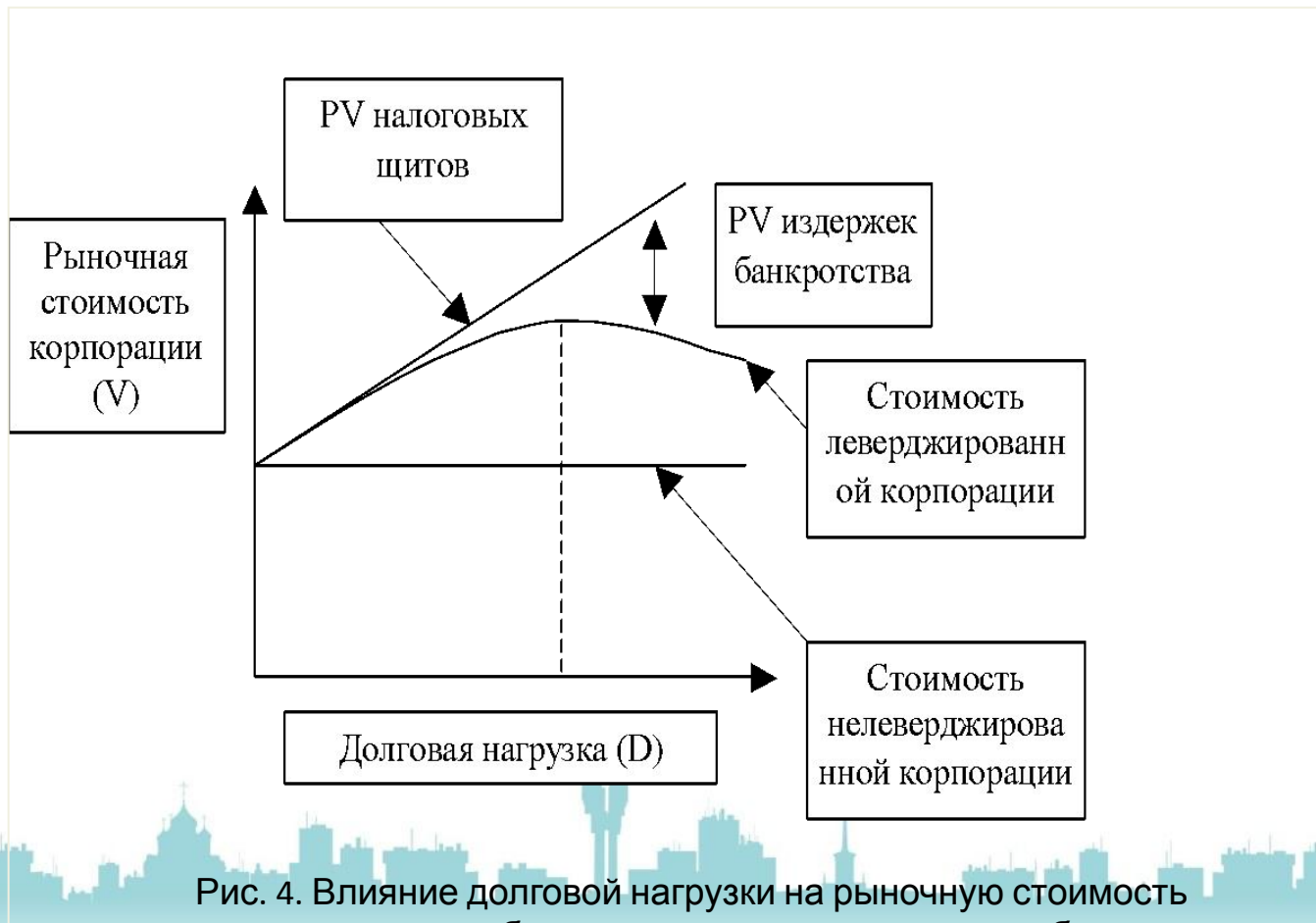


Рис. 4. Влияние долговой нагрузки на рыночную стоимость компании при налогообложении с учетом вероятности банкротства

Модель теории иерархии

Дефицит фондов=Дивидендные платежи+капиталовложения+чистое увеличение оборотного капитала+объем текущей долговой нагрузки на начало периода+входящий поток денежных средств (прибыль) после уплаты процентных платежей и налогов



Типология агентских проблем

Проблема	Описание
Проблема усилий	Менеджеры могут прилагать для управления своей корпорацией усилия меньшие по сравнению с усилиями, которые они должны были бы прилагать с точки зрения нанявших их акционеров.
Проблема выбора инвестиционного горизонта	При прочих равных условиях менеджер всегда предпочтет краткосрочный инвестиционный проект долгосрочному.
Проблема различного восприятия рисков	Менеджеры являются намного более избегающими риска инвесторами по сравнению с акционерами. Чрезмерное избегание риска может привести к тому, что компания будет замещать инвестиционные проекты, приносящие максимальные прибыли, на консервативные инвестиционные проекты, которые, может быть и не разрушают благосостояние акционеров, но не оптимально увеличивают его.
Проблема неэффективного использования активов	Любой менеджер имеет мотивы к неэффективному использованию активов своей корпорации – ведь благосостояние его не зависит (или зависит незначительно) от воздействия неэффективного использования активов на текущую рыночную стоимость корпорации.

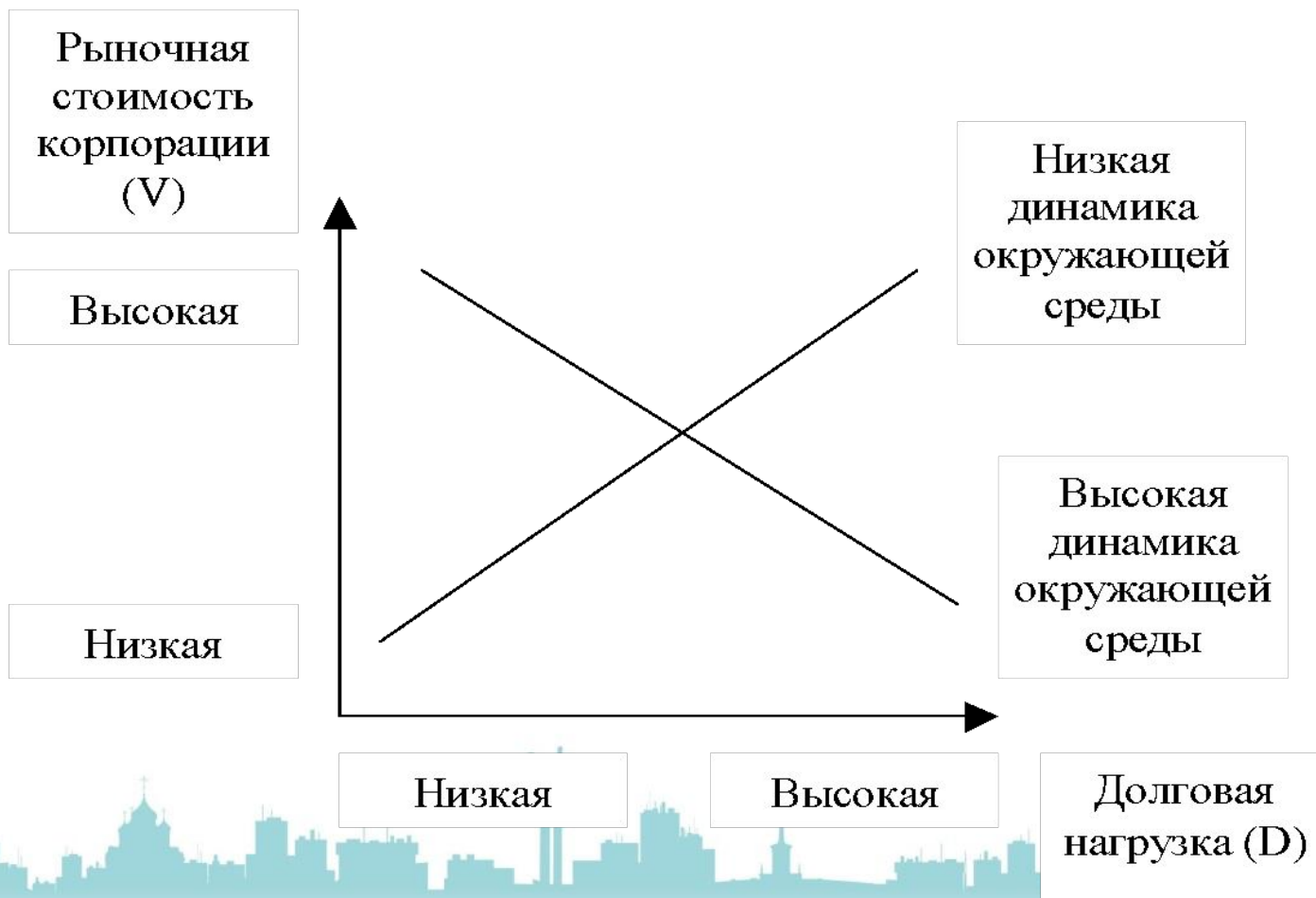


Выкуп долговым финансирование – финансовая сделка

- Создание новой компании, от имени которой проводится выкуп всех обыкновенных голосующих акций существующей компании, обращающихся на открытом фондовом рынке.
- Привлечение ресурсов под финансирование выкупа (кредиты крупных финансовых институтов, эмиссия и размещение облигаций).
- Выкуп всех ценных бумаг компании.
- Распределение акций выкупленной компании между инициаторами выкупа и кредиторами.

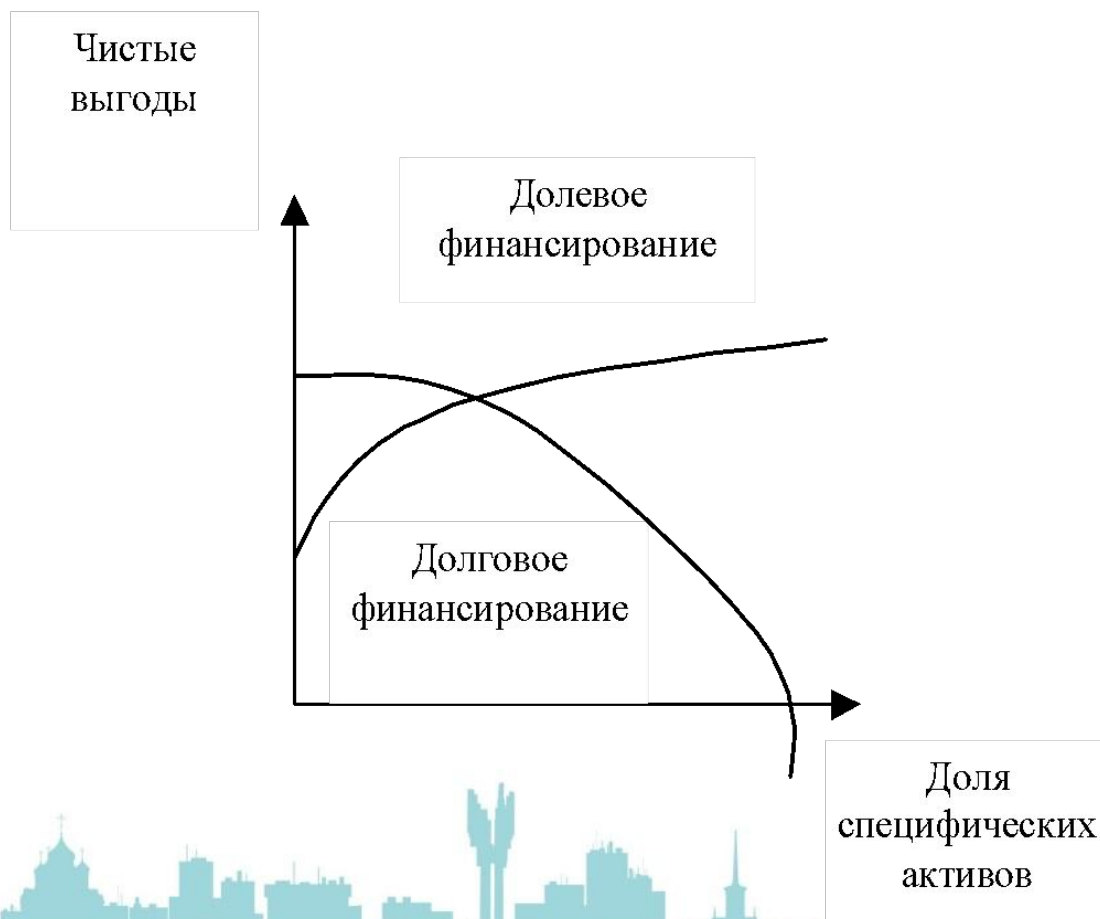


Взаимосвязь между структурой капитала, динамикой окружающей среды и стоимостью корпорации





Чистые выгоды долгового и долевого финансирования





Взаимосвязь между леввереджем и экзогенными факторами

Леввередж увеличивается с:	Эмпирические исследования	Комментарий
Ростом ассиметричности распределения информации	Отсутствуют	Долговые ценные бумаги являются относительно безопасными ЦБ, курс которых сильно не меняется при доступе к информации на рынке
Увеличением прибыльности компании	Да: Лонг и Малитц Нет: Кестер, Фрэнд и Хэйзброук, Фрэнд и Лэнг, Титман и Вессельс	Растет возможность финансирования из прибыли
Уменьшением степени уникальности производимой продукции и или снижением требований по специальному обслуживанию продукции	Да: Титман и Вессельс	Риски долгового финансирования
Уменьшением возможностей для дальнейшего роста компании	Да: Ким и Соренсон, Титман и Вессельс Нет: Кестер	Выгоды за счет долговых обязательств – рост рыночной стоимости
Ростом государственного регулирования индустрии	Да: Боуэн и компания, Брэдли и компания	Гарантии неизменности цен и относительной стоимости потоков прибыли
Ростом свободных потоков денежных средств	Нет: Чаплински и Нихауз	Не имеет смысла привлекать
Увеличением ликвидационной стоимости	Да: Брэдли и компания, Лонг и Малитц, Фрэнд и Хэйзброук, Врэнд и Лэнг, Чаплински и Нихауз	Рост гарантий погашения обязательств вследствие банкротства
Ростом значимости репутации менеджера	Отсутствуют	Возможность привлечения финансирования за счет более низких ставок

Взаимосвязь между левереджем и эндогенными факторами

Результат	Эмпирические исследования	Комментарий
Левередж положительно коррелирует со стоимостью корпорации	Да: Лиз и Сиварамакришнан, Корнетт и Трэвлоу	Классическая теория
Левередж положительно коррелирует с вероятностью дефолта	Да: Кастаниас	Теория стационарного соотношения
Левередж положительно коррелирует с ростом объемов акций, находящихся в собственности менеджмента	Да: Ким и Соренсен, Аграваль и Манделкер, Амихуд и компания Нет: Фрэнк и Хэйзбрук, Фрэнк и Лэнг	Менеджеры не хотят разводнения компания и не будет брать на себя повышенный риск дефолта
Левередж положительно коррелирует с премией поглощения	Отсутствуют эмпирические сведения	Классическая теория увеличения рыночной стоимости за счет роста обязательств, получение высоких премий при росте рыночной стоимости
Левередж негативно коррелирует с вероятностью успешного поглощения	Да: Палепу	Долговая нагрузка передается новой компании и повышает вероятность ее банкротства

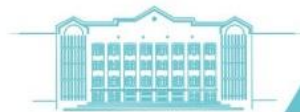
Бут и др.: исследование долговой нагрузки развивающихся стран

- База исследования: статистика 10 развивающихся стран (Бразилия, Мексика, Индия, Южная Корея, Иордания, Малайзия, Пакистан, Таиланд, Турция и Зимбабве)
- Результаты:
 - Факторы леввериджа в развитых и развивающихся странах идентичны.
 - Информация о национальности компании оказывается значимой для объяснения ее структуры капитала.
 - Чем более прибыльной являлась компания, тем меньше у нее был коэффициент долговой нагрузки.
 - С ростом доли материальных активов увеличивается долгосрочный коэффициент долговой нагрузки (рассчитываемый как отношение долгосрочных обязательств компании к сумме долгосрочных обязательств и чистой стоимости активов) и уменьшается общий коэффициент долговой нагрузки (рассчитываемый как отношение всех обязательств компании к сумме долгосрочных обязательств и чистой стоимости активов).



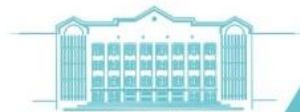
Пайнгар и Уилбрихт: как менеджеры крупнейших корпораций используют современные модели выбора структуры капитала

- Результаты:
 - При поисках финансовых ресурсов под инвестиционные проекты предпочтение отдается теории иерархии.
 - Источники финансирования в порядке их предпочтения выстраиваются следующим образом:
 - Внутренние источники (прибыль)
 - Эмиссия облигаций
 - Эмиссия конвертируемых облигаций
 - Эмиссия обыкновенных акций
 - Эмиссия привилегированных акций
 - Эмиссия конвертируемых привилегированных акций
 - Относительная важность соображений, которыми руководствуется компания при выборе финансирования (от наиболее важных к наименее важным)
 - Обеспечение финансовой гибкости
 - Обеспечение выживания компании в долгосрочном периоде
 - Обеспечение компании предсказуемым источником финансовых средств
 - Максимизация цены обращающихся на открытом фондовом рынке ценных бумаг компании
 - Обеспечение финансовой независимости компании
 - Обеспечение высокого рейтинга долговых инструментов
 - Поддержание сравнительных характеристик с другими корпорациями в отрасли



- Оценка относительной значимости факторов, которые оказывают влияние на решения по финансированию инвестиционных проектов (от наиболее важных к наименее важным)
 - Прогнозируемые потоки денежных средств от инвестиционного проекта
 - Нежелание размывать акционерных капитал
 - Уровень риска, присущий инвестиционному проекту
 - Гарантии, требующиеся для «младших» обязательств
 - Нежелание эмитировать ценные бумаги, которые в текущий момент являются недооцененными рынком
 - Корпоративная ставка налога
 - Корпоративный контроль
 - Амортизация
 - Исправление недооценки уже эмитированных и обращающихся ценных бумаг
 - Ставки налога на доходы физических лиц от акций и облигаций
 - Издержки банкротства.

- Вывод: выбирая свою структуру капитала, компании на практике предпочитают пользоваться не какими-то теориями или моделями, а простыми эвристическими подходами (на глазок).
- Выбирая структуру капитала менеджеры стремятся прежде всего сохранить финансовую гибкость (поддержание определенного кредитного рейтинга компании).
- Менеджеры обычно предпочитают не эмитировать обыкновенные голосующие акции (нежелание размывать акционерный капитал и снижать значение показателя EPS).
- Менеджеры готовы эмитировать акции только тогда, когда цена акций их компании находится на высоком уровне.
- Чем крупнее компания, тем более продвинутые методы финансового менеджмента она использует.



- **Факторы, оказывающие воздействие на уровень долговой нагрузки (от наиболее важного к наименее важному):**

1. Финансовая гибкость
2. Кредитный рейтинг
3. Нестабильность потоков прибыли
4. Нехватка внутренних фондов
5. Уровень процентных ставок
6. Экономия на налогах
7. Трансакционные издержки
8. Недооценка/переоценка акций
9. Объем долговой нагрузки у аналогичных компаний
10. Издержки банкротства /финансовых затруднений
11. Реакция клиентов/поставщиков
12. Изменение цены акций компании
13. Проблема недостаточного инвестирования
14. Издержки погашения долговых обязательств
15. Производство приятного впечатления на внешних инвесторов
16. Налогообложение доходов держателей долговой нагрузки
17. Снижение вероятности поглощения компании
18. Повышение производственной агрессивности компании
19. Решение проблемы свободных потоков денежных средств
20. Аккумуляция прибыли
21. Работники компании

- **Факторы, влияющие на решение об эмиссии обыкновенных голосующих акций (от наиболее важного к наименее важному):**

1. Размывание EPS
2. Величина относительной недооценки/переоценки акций рынком
3. Недавно произошло повышение цены акций, и их цена высока
4. Наделние акциями работников через опционы и бонусные выплаты
5. Поддержание целевого коэффициента долг/собственный капитал
6. Размывание пакетов определенных акционеров
7. Акции являются нашим наименее рискованным источником финансирования
8. Достаточность текущих прибылей для финансирования компании
9. Объем акционерного капитала у аналогичных компаний
10. Впечатление, которое произведет эмиссия на внешних инвесторов
11. Недоступность других источников финансирования
12. Акции являются самым дешевым источником финансирования
13. Ставка налога на доходы физических лиц от акций



Финансовый леверидж

- объективный фактор, возникающий у предприятий, использующих заемный капитал, позволяющий получить дополнительную прибыль на собственный капитал.
- **Уровень финансового левериджа:**
 - процентное изменение чистой прибыли (прибыли, принадлежащей акционерам), вызванное процентным изменением операционной прибыли до выплаты процентов за кредит и налога на прибыль.

$$FL = \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{EBIT}{EBIT - I} \quad (1)$$

где:

FL- сила воздействия финансового рычага

ΔEPS - изменение операционной прибыли на одну акцию

Экономический смысл: финансовый леверидж показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль в расчете на одну обыкновенную акцию при изменении операционной прибыли на 1%.

Соответственно: чем больше объем привлеченных предприятием заемных средств, тем больше выплаченная по ним сумма процентов и тем выше уровень финансового левериджа и финансового риска, связанного с предприятием.



Эффект финансового леве́риджа

- отражает уровень дополнительно генерируемой прибыли собственным капиталом предприятия при различной доле использования заемных средств.
- показывает прирост чистой рентабельности собственного капитала за счет привлечения единицы заемных средств. Если при этом дифференциал финансового рычага отрицателен, то каждая единица заемного капитала уменьшает чистую рентабельность собственного капитала.
- назначение показателя:
 - *определять* оптимальный для предприятия объем привлекаемых заемных средств,
 - *выбрать* допустимые условия кредитования

$$FL = \frac{D'}{E} * (R_a - h * (1 - T)) \quad (2)$$

где:

D' - заемный капитал;

E - собственный капитал;

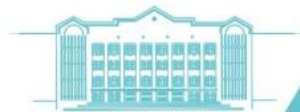
R_a - чистая рентабельность активов;

h - ставка процента по заемному капиталу;

T - ставка налога на прибыль, в %.

$\frac{D'}{E}$ Плечо рычага характеризует силу воздействия финансового рычага. Чем больше величина заемных средств, тем больше плечо, и тем сильнее влияние заемного капитала

$R_a - h * (1 - T)$ Дифференциал характеризует превышение чистой рентабельности активов над ставкой процента по кредиту, скорректированной на налоговую защиту. Величина дифференциала характеризует риск кредитора. Чем больше значение дифференциала, тем меньше риск кредитора и наоборот



Финансовые рынки

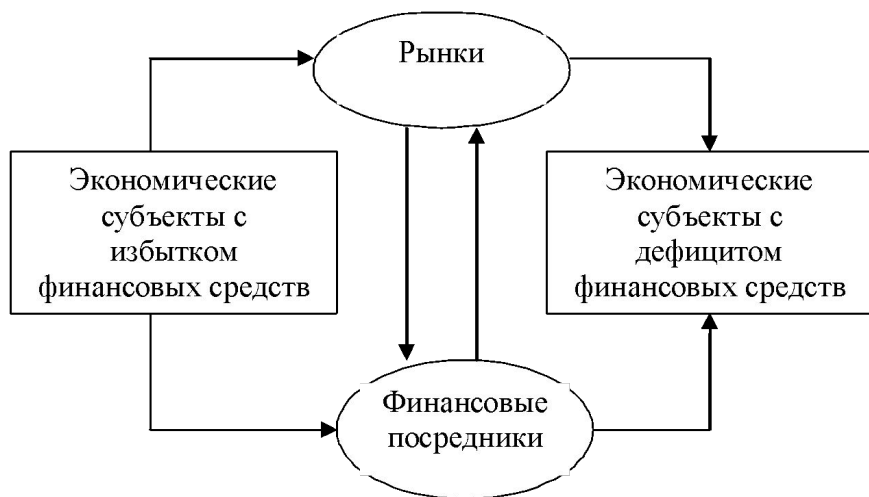


Рис. Финансовые потоки

Привлечение ресурсов:

Уставный капитал \Leftarrow эмиссия акций
 \Leftarrow фондовый рынок

Долгосрочные обязательства \Leftarrow
эмиссия облигаций \Leftarrow фондовый рынок

Краткосрочные обязательства \Leftarrow
кредитный договор \Leftarrow кредитный
рынок

Размещение ресурсов:

Внеоборотные активы \Leftarrow финансовые
вложения \Leftarrow фондовый рынок

Оборотные активы \Leftarrow краткосрочные
финансовые вложения \Leftarrow фондовый
рынок, кредитный рынок, депозитный.