



Долгосрочная финансовая политика компании

к.э.н., доцент Гинзбург Мария Юрьевна

Содержание учебного курса

1. Долгосрочная финансовая политика предприятия:

основные термины и понятия

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике

компании

3. Инструменты финансирования компании

4. Теория структуры капитала компании

5. Дивидендная политика предприятия

6. Слияние и поглощение компаний

7. Мошенничество в компаниях



1. Долгосрочная финансовая политика предприятия: основные термины и понятия

Долгосрочная финансовая политика заключается в разработке финансовой стратегии предприятия.

Финансовая стратегия предприятия - набор основных финансовых целей, планов и политик по их достижению, сформулированных таким образом, чтобы обеспечить создание стоимости компании в долгосрочной перспективе.

Финансовая стратегия кроме всего прочего обязательно должна включать систему коммуникаций со всеми заинтересованными сторонами; систему вознаграждений; и как отдельный элемент - отчетность.

Эффективная финансовая стратегия повышает стоимость бизнеса для акционеров. Оптимальное соотношение акционерного и заемного капитала позволяет минимизировать общую стоимость капитала, одновременно позволяя компании обеспечить себя финансами по разумной цене и сохранить достаточную финансовую гибкость. Грамотная финансовая стратегия также включает дивидендную политику и политику выкупа акций, служащих интересам акционеров.

1. Долгосрочная финансовая политика предприятия: основные термины и понятия

Финансовые цели компании:

- выживание предприятия в условиях конкурентной борьбы,
- избежание банкротства и крупных финансовых неудач,
- лидерство в борьбе с конкурентами,
- максимизация «цены» компании,
- приемлемые темпы роста экономического потенциала компании,
- рост объемов производства и реализации,
- максимизация прибыли,
- минимизация расходов,
- обеспечение рентабельной деятельности и т.д.

Теории организации бизнеса:

Теория максимизации дохода владельцев компании (Profit Maximization Theory);

Теория максимизации стоимости компании (Wealth Maximization Theory).



1. Долгосрочная финансовая политика предприятия: основные термины и понятия

Планирование - вид управленческой деятельности, связанный:

- с определением целей управляемой системы;
- с поиском наиболее эффективных методов и средств, необходимых для достижения этих целей;
- с формулированием системы показателей, определяющих ход работ по достижению поставленных целей.

Результатом планирования является план.

Виды финансового планирования на предприятии:

перспективное (стратегическое, корпоративное) планирование;
краткосрочное (текущее) планирование или составление бюджетов.

Методы прогнозирования основных финансовых показателей:

Методы экспертных оценок;

Методы обработки пространственных, временных и пространственно-временных совокупностей;

Методы ситуационного анализа и прогнозирования.

1. Долгосрочная финансовая политика предприятия: основные термины и понятия

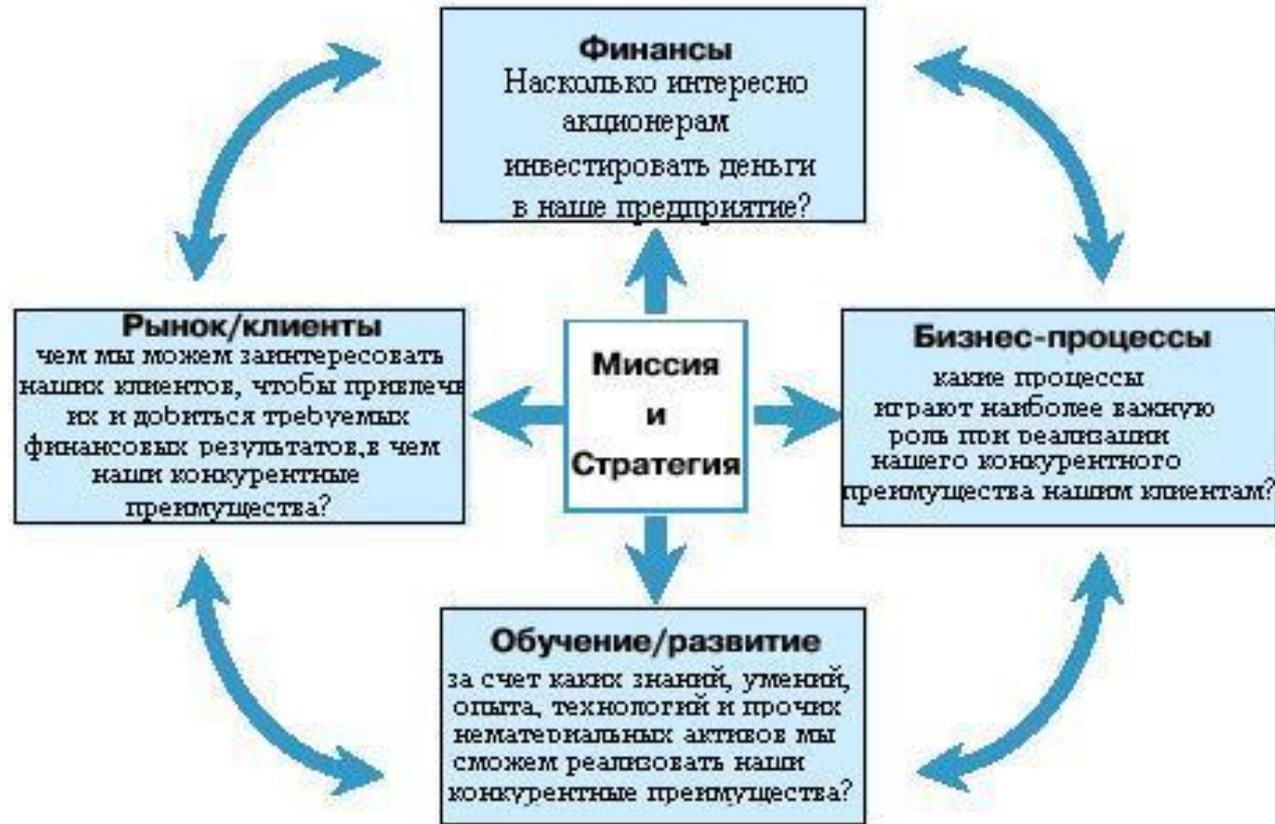
Сбалансированная Система Показателей (Balanced Scorecard, BSC) - сравнительно новая технология, разработанная на основе выводов исследования, проведенного в 1990 году профессорами Гарвардской школы экономики Дэвидом Нортоном и Робертом Капланом. Цель исследования: выявить новые способы повышения эффективности деятельности предприятий и достижения целей бизнеса.

Сбалансированная Система Показателей делает акцент на нефинансовых показателях эффективности, давая возможность оценить такие аспекты деятельности, как степень лояльности клиентов, или инновационный потенциал компании.

Направления оценки эффективности деятельности компании по BSC:

- Финансы ("каково представление о компании у акционеров и инвесторов?");
- Клиенты ("какой компанию видят покупатели ее продуктов?");
- Бизнес-процессы ("какие бизнес-процессы требуют оптимизации, на каких организации стоит сосредоточиться, от каких отказаться?");
- Обучение и рост ("какие возможности существуют для роста и развития компании?").

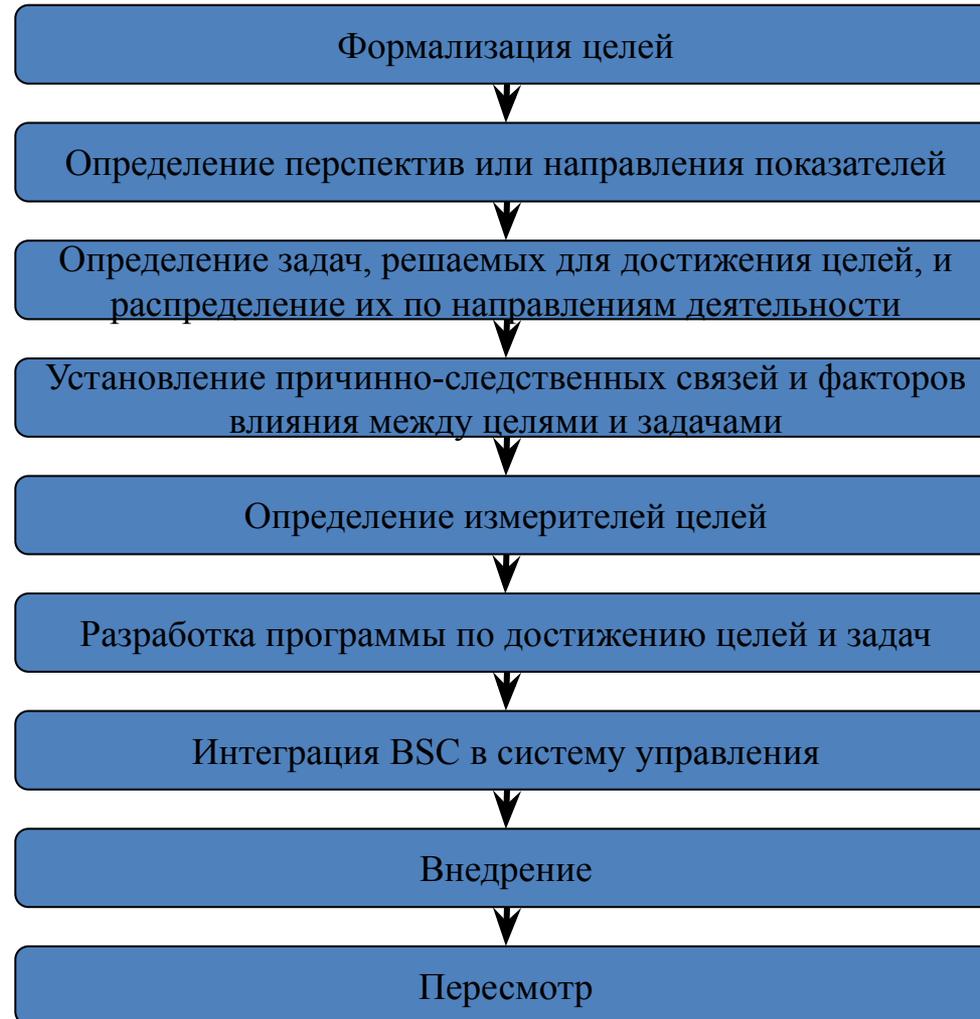
1. Долгосрочная финансовая политика предприятия: основные термины и понятия



Оценка эффективности в BSC

1. Долгосрочная финансовая политика предприятия: основные термины и понятия

Построение системы сбалансированных показателей:



2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Система показателей оценки имущественного и финансового положения компании:

- Коэффициенты ликвидности (Liquidity Ratios)
- Коэффициенты финансовой устойчивости (показатели структуры капитала) (Gearing Ratios)
- Коэффициенты рентабельности (Profitability Ratios)
- Коэффициенты деловой активности (Activity Ratios)
- Инвестиционные критерии (Investment Ratios)

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Коэффициенты ликвидности

1. Коэффициент абсолютной ликвидности (Absolute Liquidity Ratio, ALR)

$$ALR = \frac{\text{Денежные средства} + \text{Краткоср.фин.вложения}}{\text{Текущие пассивы}}$$

2. Коэффициент срочной ликвидности (Acid Test Ratio, Quick Ratio)

$$QR = \frac{\text{Денежные средства} + \text{Краткоср. фин.вложения} + \text{Дебиторская задолженность}}{\text{Текущие пассивы}}$$

3. Коэффициент текущей ликвидности (Current Ratio)

$$CR = \frac{\text{Текущие активы}}{\text{Текущие пассивы}}$$

4. Чистый оборотный капитал (Net Working Capital)

$$NWC = \text{Текущие активы} - \text{Текущие пассивы}$$

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Коэффициенты финансовой устойчивости

1. Коэффициент финансовой независимости (Equity to Total Assets)

$$\frac{EQ}{TA} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Общая сумма активов}}$$

2. Коэффициент суммарных обязательств к суммарным активам (Total Debt to Total Assets)

$$\frac{TD}{TA} = \frac{\text{Долгосрочные обязательства} + \text{Текущие обязательства}}{\text{Общая сумма активов}}$$

3. Коэффициент долгосрочных обязательств к суммарным активам (Long-term Debt to Total Assets)

$$\frac{LD}{TA} = \frac{\text{Долгосрочные обязательства}}{\text{Общая сумма активов}}$$

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

4. Коэффициент суммарных обязательств к собственному капиталу (Total Debt to Equity).

$$\frac{TD}{EQ} = \frac{\text{Долгосрочные обязательства} + \text{Текущие обязательства}}{\text{Собственный капитал}}$$

5. Коэффициент долгосрочных обязательств к внеоборотным активам (Long Term Debt to Fixed Assets)

$$\frac{TD}{FA} = \frac{\text{Долгосрочные обязательства}}{\text{Внеоборотные активы}}$$

6. Коэффициент покрытия процентов (Times Interest Earned), раз.

$$TIE = \frac{\text{Прибыль до налогов и процентов по кредитам}}{\text{Проценты по кредитам}}$$

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Коэффициенты рентабельности

1. Коэффициент рентабельности продаж (Return on Sales), %

$$ROS = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} * 100\%$$

2. Коэффициент рентабельности собственного капитала (Return on Shareholders Equity), %

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} * 100\%$$

3. Коэффициент рентабельности оборотных активов (Return on Current Assets), %

$$RCA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Текущие активы}} * 100\%$$

4. Коэффициент рентабельности внеоборотных активов (Return on Fixed Assets), %

$$RFA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Внеоборотные активы}} * 100\%$$

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

5. Коэффициент рентабельности инвестиций (Return on Investment), %

$$ROI = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал} + \text{Долгосрочные обязательства}} * 100\%$$

6. Коэффициент рентабельности активов (Return on Assets), %.

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Общая сумма активов}} * 100\%$$

7. Коэффициент рентабельности капитала (Return on Capital), %.

$$ROC = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Величина капитала компании}} * 100\%$$

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Коэффициенты деловой активности

1. Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала (Net Working Capital Turnover), раз

$$NCT = \frac{\text{Выручка}}{\text{Чистый оборотный капитал}}$$

2. Коэффициент оборачиваемости основных средств (Fixed Assets Turnover), фондоотдача, раз

$$FAT = \frac{\text{Выручка}}{\text{Долгосрочные активы}}$$

3. Коэффициент оборачиваемости активов (Total Assets Turnover), раз

$$ST = \frac{\text{Себестоимость реализованной продукции}}{\text{Товарно - материальные запасы}}$$

4. Коэффициент оборачиваемости запасов (Stock Turnover), раз

$$TAT = \frac{\text{Выручка}}{\text{Общая сумма активов}}$$

5. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (Collection Period), дни

$$CP = \frac{\text{Дебиторская задолженность}}{\text{Выручка}} * 365$$

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Инвестиционные критерии

1. Прибыль на акцию (Earning per Ordinary Share)

$$EPOS = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Число обыкновенных акций}}$$

2. Дивиденды на акцию (Dividends per Ordinary Share)

$$DPOS = \frac{\text{Дивиденды по обыкновенным акциям}}{\text{Число обыкновенных акций}}$$

3. Соотношение цены акции и прибыли (Price to Earnings), раз

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Рыночная цена акции}}{EPOS}$$

4. Капитализированная стоимость (Capitalized Value)

$$CV = \text{Рыночная цена акций} \times \text{Количество акций}$$

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Финансовые термины и их толкование

ЕВИТ - Earning Before Interest and Tax - операционная прибыль или прибыль до вычета процентов по заемному капиталу и налога на прибыль;

ЕВИАТ - Earning Before Interest expense but After Tax - операционная прибыль после выплаты налога на прибыль, но до выплаты процентных обязательств по заемному капиталу;

ОИВДА - Operating Income Before Interest and Tax, Depreciation and Amortization - операционная прибыль до вычета амортизации, до учета обесценения внеоборотных активов и убытка от выбытия основных средств;

ЕВИТДА - Earning Before Interest and Tax, Depreciation and Amortization - операционная прибыль до вычета амортизации, до учета обесценения внеоборотных активов и убытка от выбытия основных средств, до вычета процентов по заемному капиталу и налога на прибыль;

PM - Profit Margin- рентабельность продаж;

PM ЕВИТДА - Profit Margin ЕВИТДА - отношение ЕВИТДА к нетто-выручке;

НОРАТ - Net Operating Profit After Tax - нормализованная операционная посленалоговая прибыль, $НОРАТ = ЕВИТ (1-T)$;

ЕВА - Economic Value Added - экономическая добавленная стоимость как модифицированный показатель экономической (не бухгалтерской) прибыли;

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

FL - Financial Leverage - финансовый рычаг как соотношение заемных и собственных средств, например Debt/Equity (D/E);

OLR - Operation Leverage Ratio - эффект операционного рычага, показывает чувствительность изменения операционной прибыли к выручке. Отражает эффект наличия постоянных издержек.

ROCE - Return on Capital Employed - операционная доходность на вложенный капитал (отдача на вложенный капитал);

OCF - Operating Cash Flow - денежный поток по операционной (основной, текущей) деятельности;

FCF - Free Cash Flow - свободный денежный поток на всех владельцев капитала;

FCFE - Free Cash Flow to Equity - денежный поток на собственный капитал компании (т.е. приходящийся только на владельцев собственного капитала);

CAPEX - Capital Spending - инвестиционные оттоки;

DCF - Discounted Cash Flow - дисконтированный денежный поток;

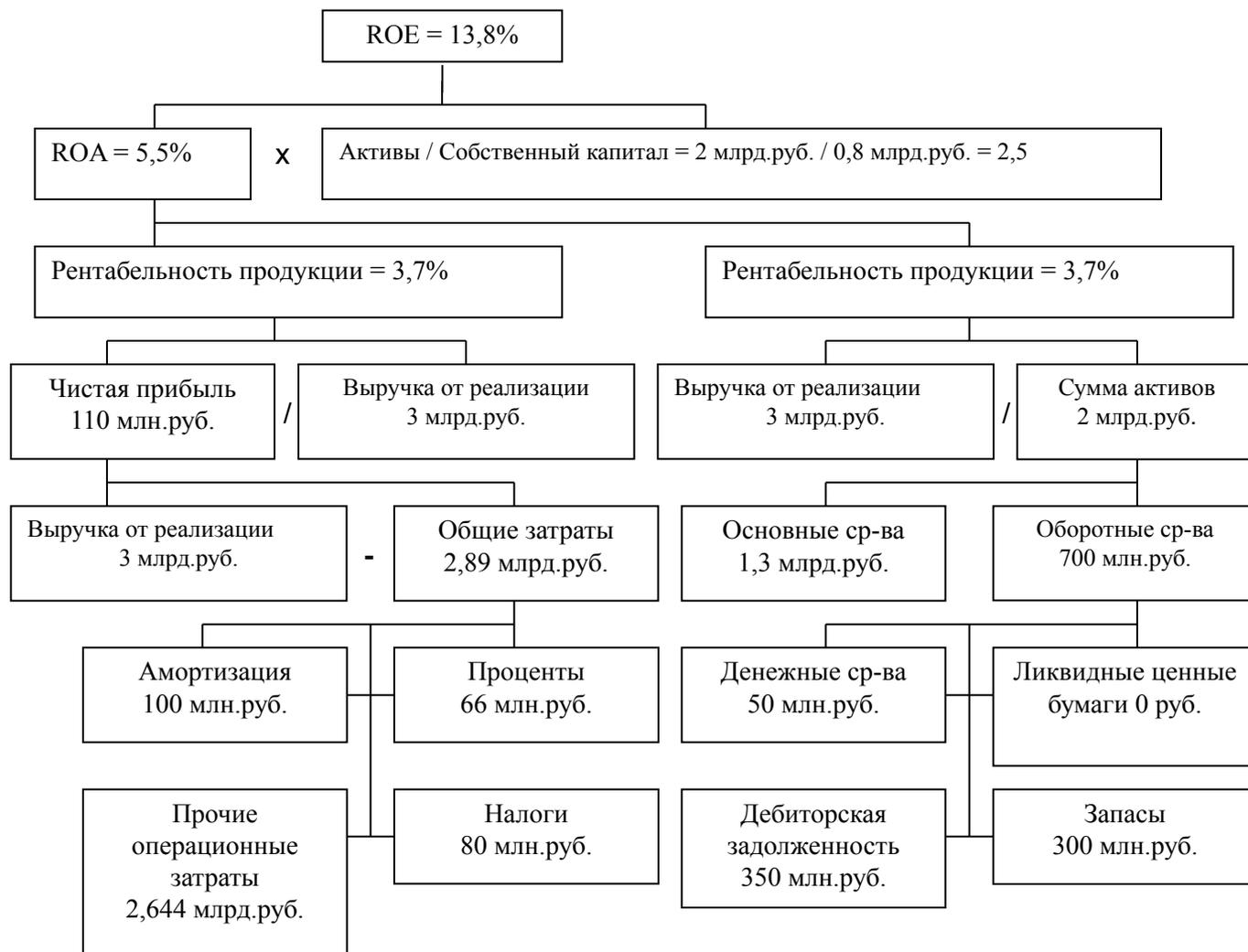
TCF - Terminal Cash Flow - денежный поток на заключительном отрезке оценки компании методом дисконтированных денежных потоков.

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Развитие показателей эффективности деятельности компании

1920-е годы	1970-е годы	1980-е годы	1990-е годы	2000-е годы
<ul style="list-style-type: none">• Модель Дюпона (Du Pont Model);• Рентабельность инвестиций (ROI)	<ul style="list-style-type: none">• Чистая прибыль на одну акцию (EPS);• Коэффициент соотношения цены акции и чистой прибыли (P/E)	<ul style="list-style-type: none">• Коэффициент соотношения рыночной и балансовой стоимости акций (M/B);• Рентабельность акционерного капитала (ROE);• Рентабельность чистых активов (RONA);• Денежный поток (Cash Flow)	<ul style="list-style-type: none">• Экономическая добавленная стоимость (EVA);• Прибыль до выплаты процентов, налогов и дивидендов (EBITDA);• Рыночная добавленная стоимость (MVA);• Сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard -BSC);• Показатель совокупной акционерной доходности (TSR);• Денежный поток отдачи на инвестированный капитал (CFROI)	Процессно-ориентированный анализ рентабельности (ABPA - Activity-Based Performance Analysis) концепция Маршала Мейера

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании



Модель Дюпона

Модифицированная схема компании «Du Pont»: анализ по данным компании «Металлком»

2. Финансовый анализ в долгосрочной финансовой политике компании

Модель Дюпона

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= \text{Рентабельность продукции} * \text{Ресурсоотдача} = \\ &= \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка от реализации}} * \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Сумма активов}} = 3,7\% * 1,5 = 5,5\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{ROA} * \text{Мультипликатор собственного капитала} = \\ &= \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Сумма активов}} * \frac{\text{Сумма активов}}{\text{Собственный капитал}} = \frac{5,5\%}{2 \text{ млрд.руб.}} * \frac{2 \text{ млрд.руб.}}{0,8 \text{ млрд.руб.}} = 13,8\% \end{aligned}$$

Из представленной модели видно, что рентабельность собственного капитала зависит от трех факторов:

- рентабельности продаж,
- оборачиваемости активов,
- структуры авансированного капитала.

Значимость выделенных факторов объясняется тем, что они в определенном смысле обобщают все стороны финансово-хозяйственной деятельности предприятия, его статику и динамику, в частности бухгалтерскую отчетность: первый фактор обобщает форму №2 “Отчет о прибылях и убытках”, второй – актив баланса, третий – пассив баланса.

3. Инструменты финансирования компании

Источники финансирования капитальных вложений, осуществляемых компанией

Собственные средства:

- Капитал
- Прибыль

Привлеченные средства:

- Ресурсы, мобилизуемые на финансовом рынке:
 - продажа собственных ценных бумаг; дивиденды,
 - проценты по ценным бумагам сторонних эмитентов;
 - кредиты;
 - займы
- Ресурсы, поступающие в порядке перераспределения:
 - финансовые ресурсы от концернов, ассоциаций;
 - финансовые ресурсы, формируемые на долевых началах;
 - централизованные ассигнования

3. Инструменты финансирования компании

Акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Эмиссионный доход (paid-in capital) – разница между ценой, уплаченной акционерами при покупке акций последующих выпусков, и номинальной стоимостью акций. Держатели обыкновенных акций являются собственниками фирмы и обладают определенными правами и привилегиями.

Облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт.

3. Инструменты финансирования компании

Права инвестора в зависимости от размера пакета акций

Количество акций (доля, в %)	Права инвестора
1 акция	<ol style="list-style-type: none">1. Участие в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции.2. Получение дивидендов.3. Получение части имущества АО в случае его ликвидации.
1 % акций предприятия	Все вышеперечисленные права плюс: <ol style="list-style-type: none">1. Ознакомление с информацией, содержащейся в реестре акционеров.2. Обращение в суд с иском к члену совета директоров АО.
2 % акций предприятия	Все вышеперечисленные права плюс: <ol style="list-style-type: none">1. Два предложения в повестку дня общего собрания акционеров.2. Выдвижение кандидата в совет директоров и ревизионную комиссию АО.
10 % акций предприятия	Все вышеперечисленные права плюс: <ol style="list-style-type: none">1. Требование созыва внеочередного собрания акционеров.2. Ознакомление со списком участников общего собрания акционеров.3. Требование проверки финансово-хозяйственной деятельности АО.
25 % + 1 акция (блокирующий пакет акций)	Все вышеперечисленные права плюс: <ol style="list-style-type: none">1. Блокирование решения собрания акционеров по вопросам изменения устава, реорганизации и ликвидации АО, заключения крупных сделок.
30 % + 1 акция	Все вышеперечисленные права плюс: <ol style="list-style-type: none">1. Проведение нового общего собрания акционеров, созванного взамен несостоявшегося
50 % + 1 акция (контрольный пакет акций)	Все вышеперечисленные права плюс: <ol style="list-style-type: none">1. Проведение общего собрания акционеров2. Принятие необходимых решений на общем собрании акционеров (за исключением решений, связанных с изменением устава АО, его реорганизацией или ликвидацией)
75 % + 1 акция предприятия	Все вышеперечисленные права плюс: <ol style="list-style-type: none">1. Установление полного контроля над АО, т.е. возможность принимать решения об изменении устава, реорганизации и ликвидации АО, заключении крупных сделок

3. Инструменты финансирования компании

Оценка обыкновенных акций:

- разовый период владения:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1} \quad r = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

- многократный период владения:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

- в случае нулевого темпа роста дивидендов: $P_0 = \frac{D}{r}$

- в случае постоянного темпа роста дивидендов:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

Оценка привилегированных акций:

$$V = \frac{D}{r}$$

Оценка облигаций:

- с нулевым купоном: $V = \frac{CF}{(1+r)^n}$
- бессрочная облигация:

$$V = \frac{CF}{r}$$

- без права досрочного погашения: YTM - доход к сроку погашения облигации.

$$YTM = \frac{C + (M - V) / m}{(M + V) / 2}$$

P_0, P_1 – рыночная стоимость акции на начало и конец года;

D_1 – дивиденд за год;

r – требуемая ставка дохода инвестора;

g – постоянный темп роста дивиденда;

V – текущая стоимость привилегированной акции;

D – годовой дивиденд по прив.акции.

V – стоимость облигации с позиции инвестора;

CF – сумма, выплачиваемая при погашении облигации;

n – срок обращения, лет;

r – доходность на рынке;

C – купонный доход;

M – номинальная стоимость облигации;

m – количество лет до срока погашения;

YTM - доход к сроку погашения облигации.

$$V = \sum_{t=1}^m \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^m}$$

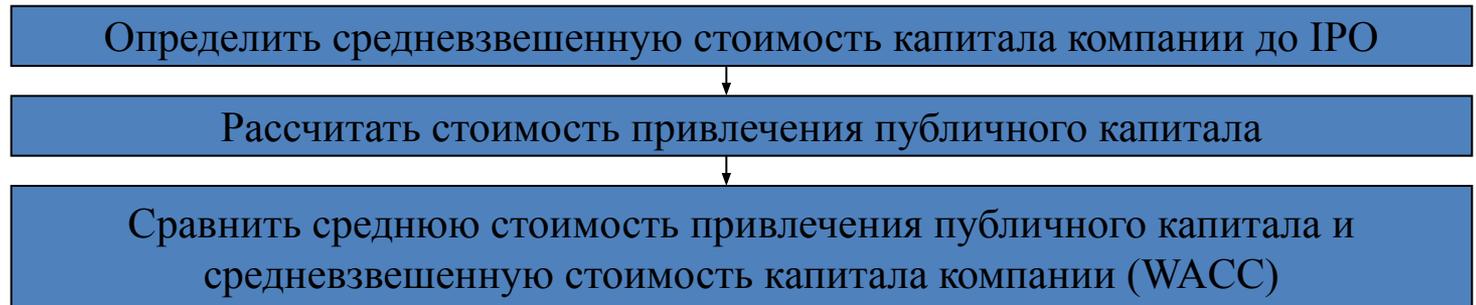
3. Инструменты финансирования компании

ИРО – (первичное публичное размещение ценных бумаг) – это процесс по привлечению инвестиций путем выпуска акций и размещения их на фондовой бирже.

Цели ИРО :

- повышение капитализации;
- привлечение инвестиций;
- реструктурирование бизнеса;
- маркетинг предприятия;
- создание биржевой истории для получения более льготных условий финансирования на иностранных рынках и внутри страны;
- опционные программы для менеджмента;
- финансовый инжиниринг.

Методика оценки эффективности ИРО:



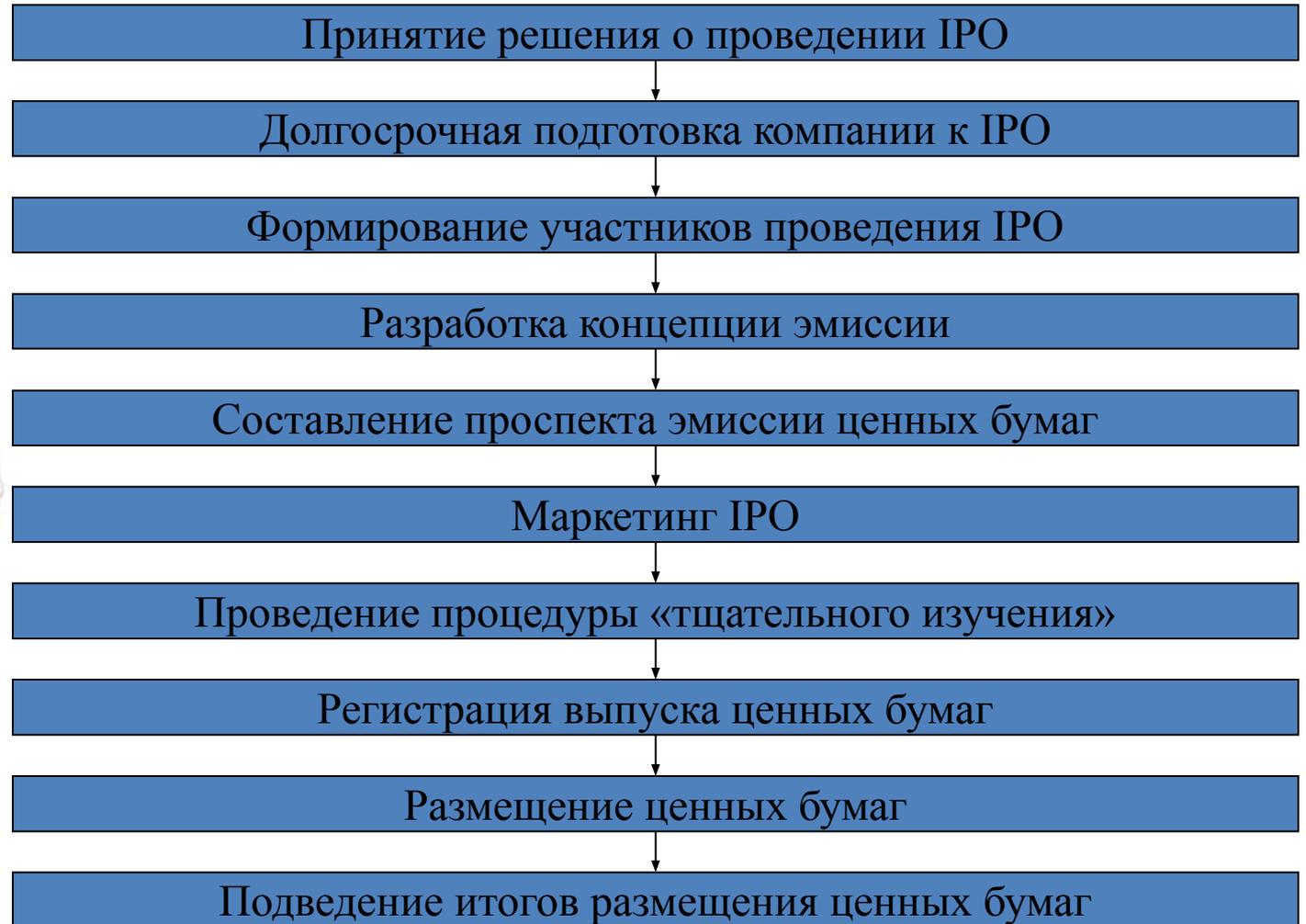
3. Инструменты финансирования компании

Факторы, влияющие на эффективность проведения первичного публичного размещения ценных бумаг (IPO):

- текущее состояние национальной экономики, а также отрасли, в которой действует компания;
- текущее состояние фондового рынка, на котором планируется размещение;
- отсутствие ликвидности рынка и широкого круга потенциальных инвесторов;
- плохое мнение инвестиционного сообщества о компании;
- колебания учетных ставок и инфляционных ожиданий;
- структура размещения;
- неправильная оценка компании.

3. Инструменты финансирования компании

Порядок подготовки, организации и проведения IPO



3. Инструменты финансирования компании

Рейтинговая оценка облигаций выражает связанный с ней риск, поэтому эта оценка оказывает непосредственное, поддающееся количественному измерению влияние на доходность облигации и процентную ставку долговых обязательств фирмы.

Соответствие рейтингов Moody's и S&P:

Moody's	S&P	Характеристика облигаций
Aaa	AAA	Высочайшее качество
Aa	AA	Высокое качество
A	A	Качество выше среднего
Baa	BBB	Среднее качество
Ba	BB	Качество ниже среднего с элементами спекуляции
B	B	Спекулятивные
Саа	ССС	Весьма спекулятивные и / или с высокой вероятностью просрочки
Са	СС	
С	С	
-	D	Неплатежеспособный долг

3. Инструменты финансирования компании

Современные инструменты финансирования компании:

- **Конвертируемые ценные бумаги** - облигации или привилегированные акции, которые в определенные сроки и на определенных условиях могут быть обменены на обыкновенные акции. Подобно цене исполнения варранта, конверсионная цена, как правило, устанавливается на 10-30 % выше рыночной цены обыкновенной акции в момент выпуска конвертируемых ценных бумаг.
- **Опционы.** Опцион - контракт, который дает своему владельцу право купить (или продать) некий актив по оговоренной цене в течение определенного срока. Опцион "колл" дает право купить ценную бумагу по заранее оговоренной цене в течение определенного периода. Опцион "пут" дает право продать ценную бумагу по заранее оговоренной цене в течение определенного периода.
- **Привилегированные акции.** Финансовые менеджеры рассматривают привилегированные акции как нечто среднее между заемным и обыкновенным акционерным капиталом. В случае получения прибыли владельцы привилегированных акций имеют приоритет на получение дивидендов перед владельцами обыкновенных акций. В случае невозможности выплаты, дивиденды накапливаются, и должны быть выплачены при первой возможности.

3. Инструменты финансирования компании

Современные инструменты финансирования компании:

- **Варранты.** Варрант - опцион, дающий его владельцу право купить установленное число акций компании по установленной цене. Варранты могут распространяться в ходе размещения займа, чтобы побудить инвесторов купить облигации с более низкой ставкой процента. Варранты являются отделяемыми, т. е. могут после первой покупки обращаться отдельно. Цена исполнения варранта устанавливается на 10-30% выше рыночной цены акции в момент выпуска облигации.
- **Секьюритизация активов.** Эта техника предполагает, что диверсифицированный пул активов (часто финансовых) выделяется (списывается) с баланса предприятия (например, банка или нефинансовой организации); приобретает юридическую самостоятельность через передачу специально созданному юридическому лицу, которое осуществляет его рефинансирование на международном рынке капитала или денежном рынке через выпуск ценных бумаг.

4. Теория структуры капитала предприятия

Стоимость капитала – это общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему.

На стоимость капитала оказывают влияние следующие факторы:

- уровень доходности других инвестиций;
- уровень риска данных капитальных вложений;
- источники финансирования.

Так как компании используют более чем одну форму долгосрочного капитала при финансировании инвестиций и текущей производственной деятельности, и поскольку со временем структура капитала может меняться, исследуют средневзвешенную стоимость капитала. Она охватывает компенсации кредиторам, предоставившим долгосрочные кредиты, держателям привилегированных акций, согласно договоренности с ними, и вознаграждение владельцам обыкновенных акций с позиции ожидаемого дохода и поправок на риск.

4. Теория структуры капитала предприятия

Основные источники капитала, стоимость которых необходимо знать для расчета средневзвешенной стоимости капитала компании (WACC):

банковские ссуды и займы

$$k_l = I_r * (1 - T)$$

облигационные займы

$$k_d = \frac{M * p + (M - P_{dp}) / k}{(M + P_{dp}) / 2}$$

привилегированные акции

$$k_s = \frac{D}{P_{pp}}$$

обыкновенные акции

$$k_{cs} = \frac{D_1}{P_0 * (1 - r_{fc})} + g$$

нераспределенная прибыль.

Средневзвешенная стоимость капитала:

$$WACC = \sum_{j=1}^n k_j * d_j$$

где T – ставка налога на прибыль,

I_r – процентная ставка по кредиту,

p – ставка процента облигационного займа,

M – нарицательная стоимость облигации,

P_{dp} – чистая выручка от размещения одной облигации (или всего займа),

k – срок займа (лет),

D – годовой дивиденд по привилегированной акции,

P_{pp} – прогнозная чистая выручка от продажи акций (без затрат на размещение),

D_1 – ожидаемый дивиденд по обыкновенным акциям,

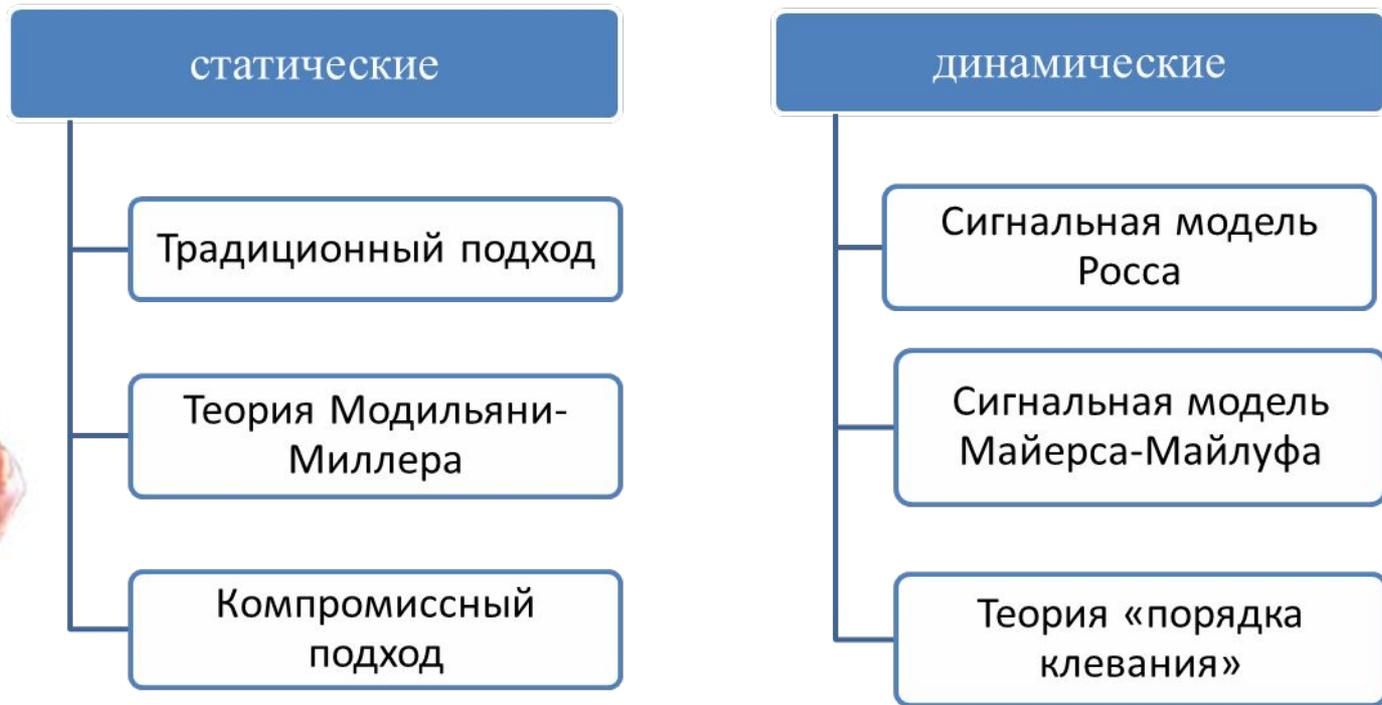
P_0 – цена обыкновенной акции на момент оценки,

r_{fc} – уровень затрат на размещение акций в долях единицы,

g – темп прироста дивидендов

4. Теория структуры капитала предприятия

Теории структуры капитала



4. Теория структуры капитала предприятия

Теории структуры капитала

Традиционная модель структуры капитала

Стоимость заемного капитала вне зависимости от его величины ниже стоимости собственного капитала из-за меньшего риска:

$$k_d < k_s,$$

где k_d – стоимость заемного капитала;

k_s – стоимость собственного капитала.

Традиционный подход предполагает, что компания, имеющая заемный капитал (до определенного уровня), рынком оценивается выше, чем компания без заемных средств долгосрочного финансирования.

4. Теория структуры капитала предприятия

2. Модель структуры и стоимости капитала Модильяни-Миллера

Рыночная оценка капитала не зависит от величины заемных средств и при нулевом финансовом рычаге может быть рассчитана по формуле:

$$V = (\text{Дивиденды} + \text{Нераспределенная прибыль} + \% \text{ к уплате}) / k = \text{EBIT} / ks_0,$$

где ks_0 – требуемая доходность на акционерный капитал.

Таким образом, Модильяни и Миллер доказывают, что стоимость фирмы и средневзвешенная стоимость капитала не зависит от финансового рычага. То есть вместе с ростом финансового рычага стоимость капитала компании растёт таким образом, что полностью нейтрализует эффект от увеличения удельного веса заёмного капитала. В результате при изменении финансового рычага $WACC = \text{const}$.

4. Теория структуры капитала предприятия

3. Компромиссная модель структуры капитала

Стоимость компании в компромиссном подходе превышает стоимость компании, существующей только на собственные средства, на величину налоговой экономии за вычетом издержек банкротства:

$$VD = V0 + \text{ТОНЭ} + \text{ТОИБ},$$

где $V0$ - стоимость компании, существующей на собственные средства, ТОНЭ – текущая оценка налоговой экономии, ТОИБ – текущая оценка издержек банкротства.

4. Сигнальная модель Росса

Основное предположение сигнальной модели Росса состоит в том, что менеджеры своими финансовыми решениями могут повлиять на восприятие риска инвесторами. Реальный уровень денежных потоков может не меняться, но менеджеры, как монополисты на информацию о будущих денежных потоках, могут выбирать сигналы о перспективах развития. В модели Росса обосновывается выбор сигналов с точки зрения менеджеров (их благосостояния). Предполагается, что менеджеры получают вознаграждение по результатам работы, как определенную долю от рыночной стоимости компании.

4. Теория структуры капитала предприятия

5. Сигнальная модель Майерса-Майлуфа

Предполагается, что менеджеры действуют в интересах, так называемых, старых акционеров (которые уже есть на момент принятия решения). Модель иллюстрирует, что если инвесторы на рынке имеют ошибочную информацию об оценке компании, то финансирование хороших инвестиционных проектов за счет эмиссии акций делает их невыгодными для старых акционеров. Другие источники финансирования, стоимость которых менее зависима от частной информации о компании, позволяют принять положительное решение по проекту.

4. Теория структуры капитала предприятия

6. Теория «порядка клевания»

Считается предпочтительнее всегда использовать внутренние источники: наиболее предпочтительным источником финансирования считается нераспределенная прибыль компании. К внешним источникам следует обращаться только тогда, когда для финансирования проектов с положительным NPV недостаточно внутренних источников, поскольку это рассматривается рынком как отрицательный сигнал. В первую очередь необходимо использовать наиболее «безопасные», с точки зрения инвесторов, источники капитала, а именно: заемный капитал. Если недостаточно доступного заемного капитала, то компания должна, согласно жесткому порядку, сначала выпустить конвертируемый долг (облигации) и другие гибридные финансовые инструменты и только потом обратиться к акционерному капиталу путем продажи акций.

5. Дивидендная политика компании

Дивидендом признается любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном капитале этой организации.

Дивидендная политика - это важная часть финансовой политики предприятия, нацеленная на повышение капитализированной стоимости предприятия путем установления определенного соотношения между реинвестируемой и выплачиваемой в виде дивидендов частями чистой прибыли предприятия.

5. Дивидендная политика компании

Реализация дивидендной политики направлена на решение следующих задач:

- установление определенного соотношения между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом;
- максимизация собственности акционеров;
- повышение курсовой стоимости акций;
- стабильность дивидендных выплат;
- сигнализирование о стабильности финансового состояния предприятия;
- определение наиболее выгодной для всех участников формы выплаты (наличными деньгами, акциями, имуществом акционерного общества), а также периодов и сроков выплаты дивидендов.

5. Дивидендная политика компании

Подходы к обоснованию оптимальной дивидендной политики:

- Теория иррелевантности дивидендов (теория Модильяни-Миллера);
- Теория существенной дивидендной политики (теория Гордона-Линтнера);
- Теория налоговой дифференциации (теория Литценбергера-Рамасвами).

Факторы, определяющие дивидендную политику компании:

- Ограничения правового характера;
- Ограничения контрактного характера;
- Ограничения в связи с недостаточной ликвидностью;
- Ограничения в связи с расширением производства;
- Ограничения в связи с интересами инвесторов;
- Ограничения рекламно-информационного характера.

Дивидендные выплаты:

- Методика постоянного процентного распределения прибыли;
- Методика фиксированных дивидендных выплат;
- Методика выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов;
- Методика выплаты дивидендов акциями.



6. Слияние и поглощение компаний

В соответствии с **российским законодательством** под **слиянием** понимается реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом.

В **зарубежной практике** под слиянием может пониматься объединение нескольких компаний, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование.

Объединение двух отдельных предприятий возможно **тремя основными способами**:

- покупкой (Purchase).
- поглощением (Acquisitions).
- слиянием (Merger, Consolidation).

6. Слияние и поглощение компаний

Риски поглощаемой компании:

- Невозможность использования каналов внедивидендного получения дохода;
- Убытки от изменения дивидендной политики новой компании;
- Установление невыгодного курса обмена акций;
- Нарушения прав акционера при сохранении им неконтрольного пакета;
- Потеря статуса совладельца независимой компании.

Риски «агрессора»:

- Переоценка акций поглощаемой компании;
- Излишние затраты на поглощение;
- Приобретение финансово несостоятельного предприятия;
- Ослабление позиций поглотителя на рынке и его финансового состояния после завершения поглощения.

Общие риски:

- Падение курса акций поглощаемой или поглощающей компании на рынке;
- Ухудшение рыночных позиций и финансового состояния на период до завершения процесса поглощения.

6. Слияние и поглощение компаний

Классификация слияний

Характер
интеграции
компаний

Горизонтальные
слияния

Вертикальные
слияния

Конгломератные
слияния

Родовые слияния

Слияния с
расширением
продуктовой
линии

Слияния с
расширением
рынка

Чистые
конгломератные
слияния

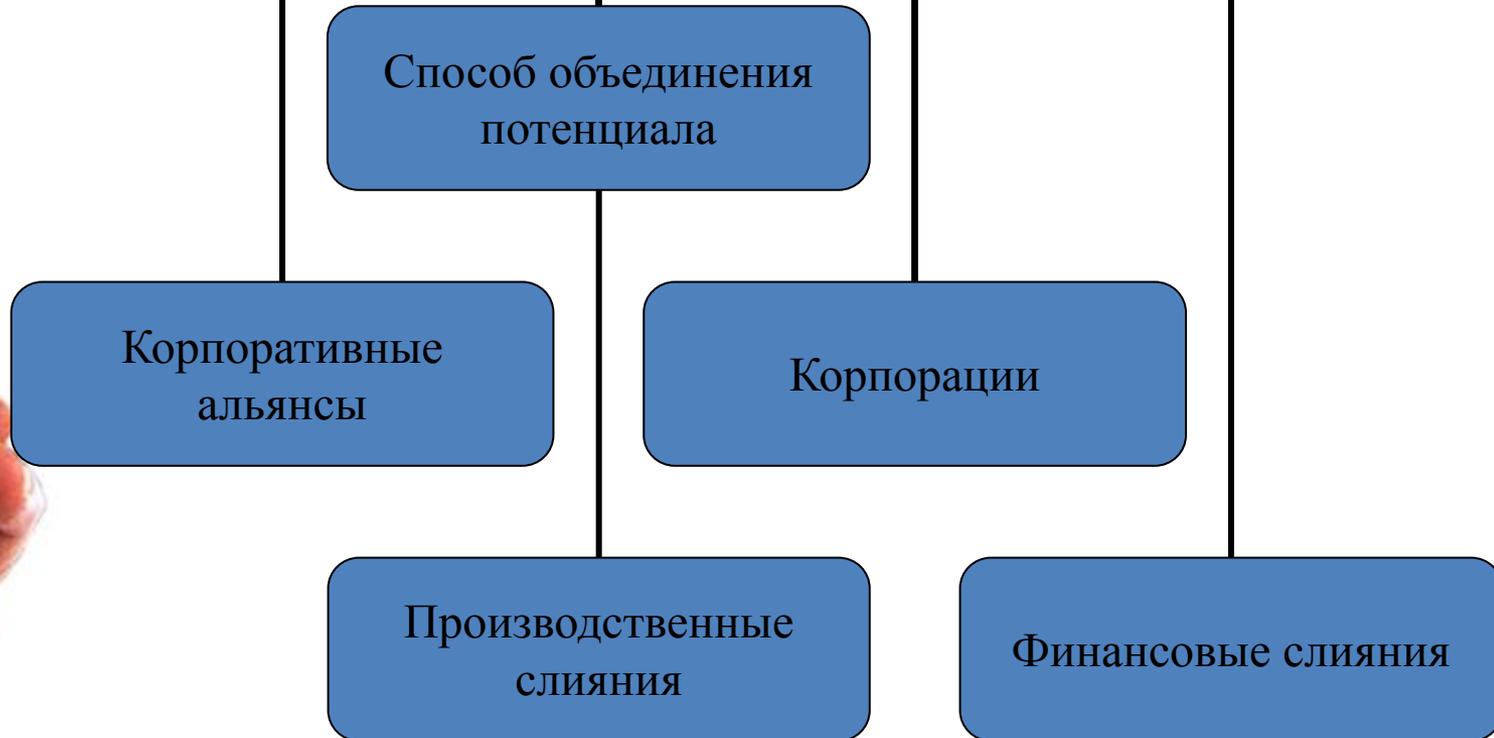
6. Слияние и поглощение компаний

Классификация слияний



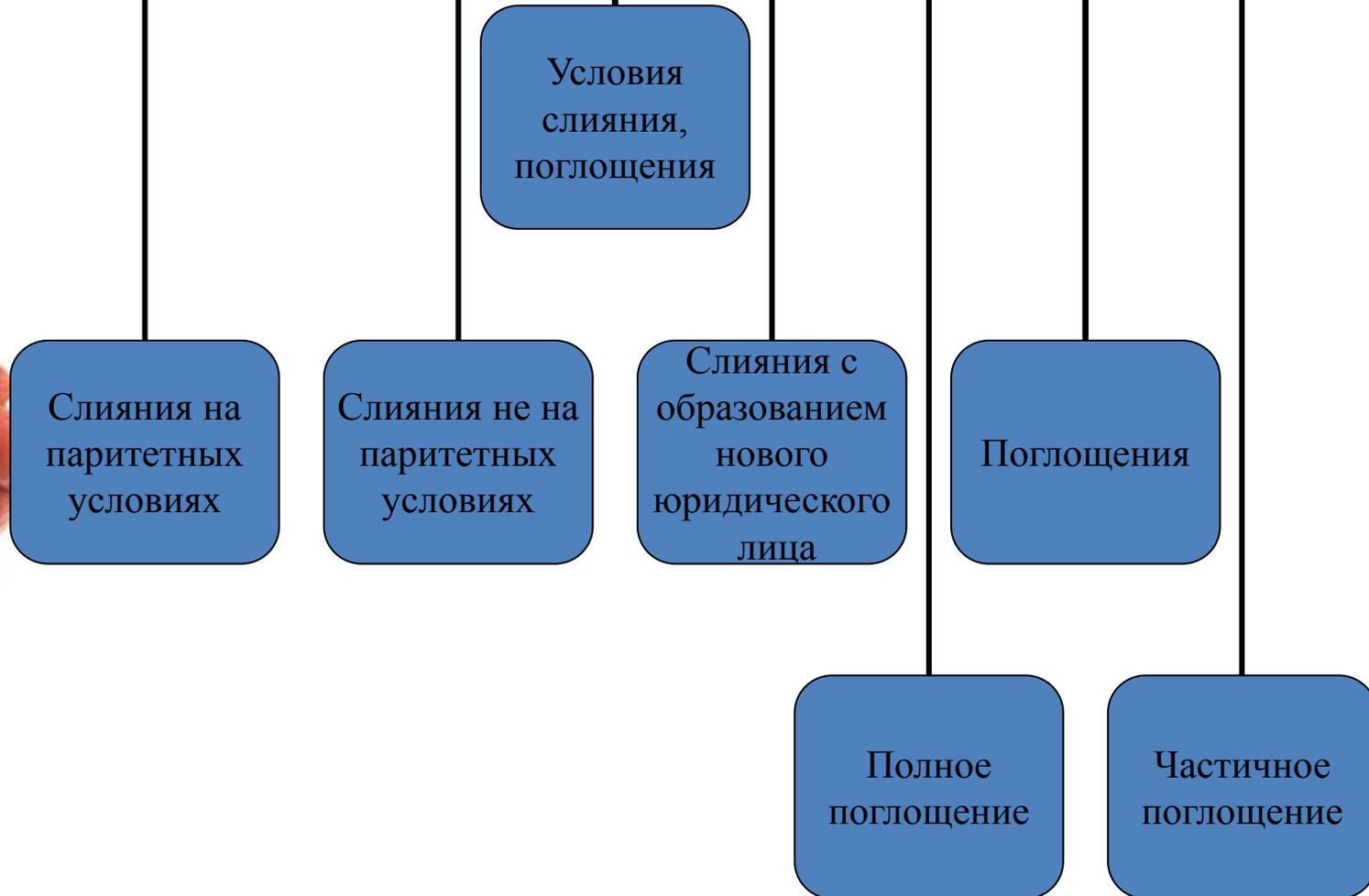
6. Слияние и поглощение компаний

Классификация слияний



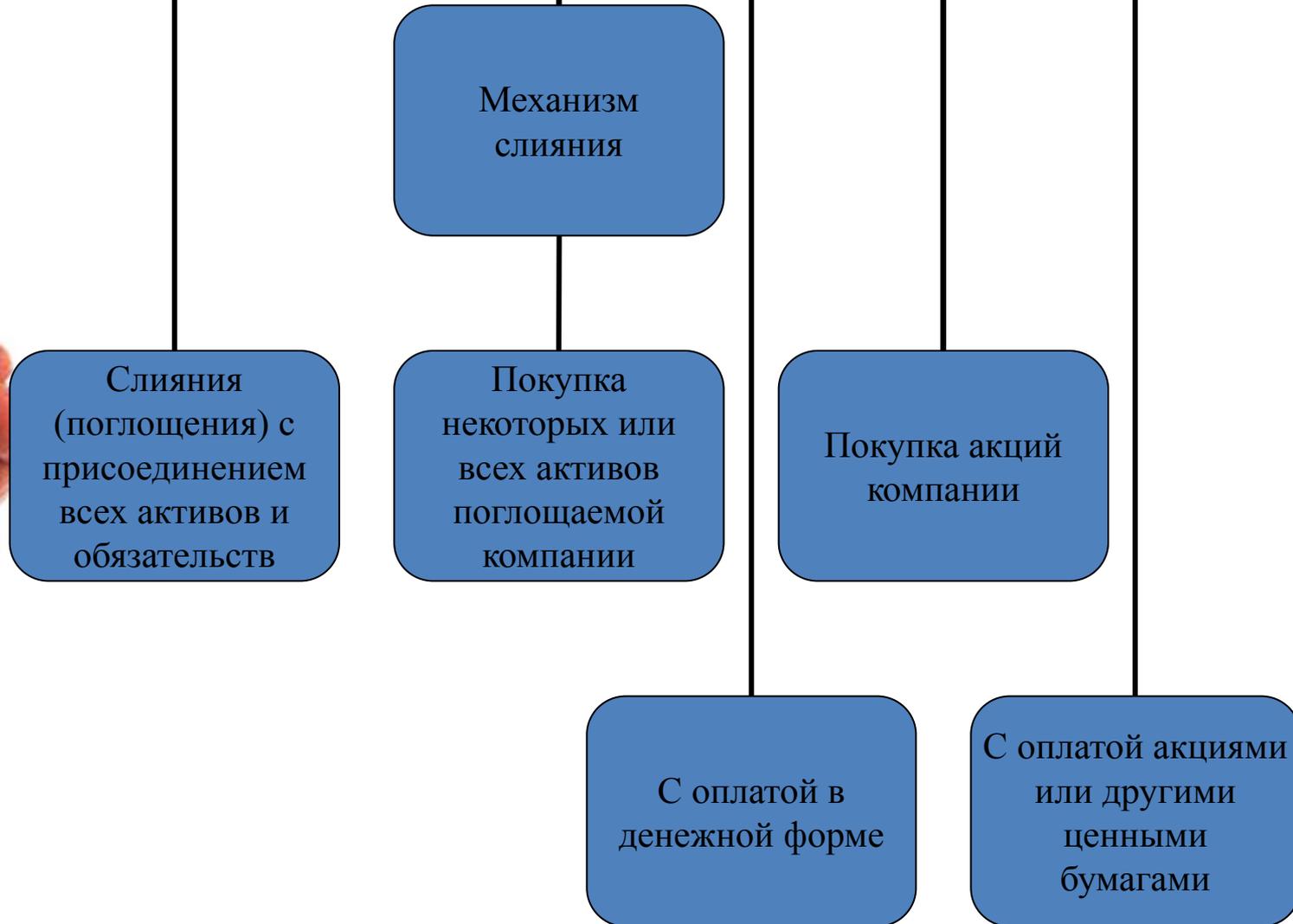
6. Слияние и поглощение компаний

Классификация слияний



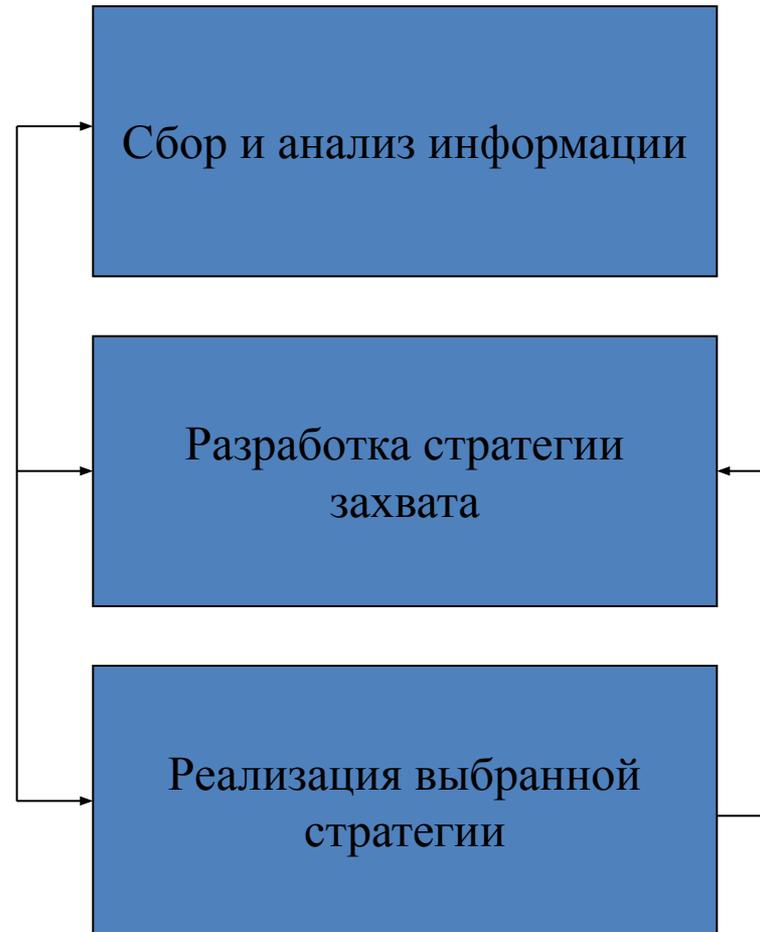
6. Слияние и поглощение компаний

Классификация слияний



6. Слияние и поглощение компаний

Принципиальная схема рейдерской сделки



6. Слияние и поглощение компаний

Типы защиты компаний

Тип защиты	Описание
Защита до предложения	
Разделенный совет	Совет делится на три равные группы. Каждый год избирается только одна группа. Поэтому захватчик не может получить контроль над мишенью сразу же после получения большинства голосов.
Супербольшинство	Высокий процент акций, необходимый для одобрения слияния, обычно 80%.
Справедливая цена	Ограничивает слияния акционерам, владеющим более, чем определенной долей акций в обращении, если не платится справедливая цена.
«Ядовитая пилюля»	Для существующих акционеров выпускаются права, которые в случае покупки значительной доли акций захватчиком могут быть использованы для приобретения обыкновенных акций компании по низкой цене. В случае слияния права могут быть использованы для приобретения акций покупающей компании.
Рекапитализация высшего класса	Распространение обыкновенных акций нового класса с более высокими правами голоса. Позволяет менеджерам компании-мишени получить большинство голосов без владения большей доли акций

6. Слияние и поглощение компаний

Тип защиты	Описание
	Защита после предложения
Защита Пэкмена	Контрнападение на акции захватчика
Тяжба	Возбуждается судебное разбирательство против захватчика за нарушение антитрестовского закона или закона о ценных бумагах
Реструктуризация активов	Покупка активов, которые не понравятся захватчику или которые создадут антитрестовские проблемы
Реструктуризация обязательств (пассивов)	Выпуск акций для дружественной третьей стороны или увеличение числа акционеров. Выкуп акций с премией у существующих акционеров.

7. Мошенничество в компаниях

Консультанты делят возможные схемы мошенничества на четыре категории:

внутренне мошенничество при сотрудничестве с третьими сторонами (пресловутые «откаты»);

коррупция и подкуп;

мошенничество в сфере финансовой отчетности;

незаконное присвоение имущества.