

## **Тема 2. Финансовые ресурсы корпорации**

---

2.1. Понятие и классификация финансовых ресурсов корпорации.

2.2. Активы и капитал корпорации: понятие и классификация.

2.3. Финансовая структура и стоимость капитала корпорации.

---

- 
- **Финансовые ресурсы** – это совокупность всех денежных средств и других финансовых активов, которыми располагает компания (государство, население) для покрытия своих затрат.
-

- 
- **Финансовые ресурсы корпорации** - это совокупность капитала, имущества и других средств, выраженных в денежной форме, которые находятся в распоряжении корпорации, используются или могут быть использованы в процессе ее деятельности для достижения поставленных целей.
-

# Классификация финансовых ресурсов корпораций по их происхождению



# Классификация финансовых ресурсов корпораций по месту возникновения источников

## Финансовые ресурсы корпорации (источники)

### Внутренние

Дооценка (основных средств, НМА и т.д.)

Амортизационные отчисления

Прибыль

Прирост устойчивых пассивов

Прочие

### Внешние

Уставный капитал (средства учредителей)

Дополнительная эмиссия и размещение акций

Финансовый кредит, коммерческий кредит, финансовый лизинг, факторинг

Займы, в том числе облигационные

Безвозмездная финансовая помощь

Прочие

# Классификация финансовых ресурсов корпораций по источникам формирования



## Соотношение чистых активов и уставного капитала

Сумма чистых активов компании больше или равна уставному капиталу?

Да

Никаких изменений в уставный капитал или активы вносить не нужно

Нет

Уставный капитал больше стоимости чистых активов в течение трех или более финансовых лет подряд?

Да

Если по окончании третьего финансового года чистые активы меньше уставного капитала, компания должна либо уменьшить уставный капитал, либо ликвидироваться (п. 6 ст. 35 Федерального закона № 208-ФЗ, п. 4 ст. 30 Федерального закона № 14-ФЗ). Альтернативный способ – увеличение чистых активов организации

Нет

Когда такое соотношение справедливо для компании только первый или второй финансовый год, она не обязана принимать решение об уменьшении уставного капитала или ликвидации

<b>Название группы</b>	<b>Обозначение</b>	<b>Состав</b>
<b>Активы</b>		
Абсолютно ликвидные активы	А1	Денежные средства; краткосрочные финансовые вложения
Быстро реализуемые активы	А2	Краткосрочная дебиторская задолженность
Медленно реализуемые активы	А3	Статьи раздела II актива баланса, включающие: запасы, НДС, долгосрочную дебиторскую задолженность и прочие оборотные активы, а также ДФВ
Трудно реализуемые активы	А4	Статьи раздела I актива баланса внеоборотные активы (кроме долгосрочных финансовых вложений)
<b>Пассивы</b>		
Наиболее срочные обязательства	П1	Кредиторская задолженность
Краткосрочные пассивы	П2	Краткосрочные кредиты и займы, иные краткосрочные обязательства
Долгосрочные пассивы	П3	Долгосрочные обязательства
Постоянные пассивы	П4	Капитал и резервы (собственные средства)



## Основные различия между собственным и заемным капиталом

Признак	Тип капитала	
	Собственный	Заемный
Право на участие в управлении	Дает такое право	Не дает такого права
Отношение к финансовому риску	Рост доли собственного капитала снижает финансовый риск	Рост доли заемного капитала усиливает финансовый риск
Очередность удовлетворения требований при банкротстве	По остаточному принципу	Первоочередное право по сравнению с собственниками
Срок и условия оплаты и возврата капитала	Срок и условия оплаты и возврата капитала однозначно не установлены	Срок и условия оплаты и возврата капитала определены договором
Снижение налога на прибыль за счет отнесения финансовых издержек на расходы компании	Возможность отсутствует	Возможность присутствует в соответствии со ст. 265, 266 НК
Основное направление финансирования	Долгосрочные активы	Долгосрочные и краткосрочные активы
Зависимость принятия решения о привлечении капитала от внешних субъектов	Данное решение принимается собственниками и менеджерами компании	Сложность процедуры принятия решения связанная с участием внешних субъектов
Источники финансирования	Внутренние и внешние источники финансирования	Внешние источники финансирования (кроме КЗ)
Отношение к полученной прибыли и капиталу компании	Владелец капитала имеет право на долю в капитале и прибыли	Владелец капитала не имеет право на долю в капитале и прибыли
Связь дохода владельца капитала с прибылью компании	Доход владельца капитала непосредственно связан с финансовым результатом	Доход владельца капитала не связан с финансовым результатом

# Показатели, используемые при анализе активов компании

1. Изменение общей величины активов и отдельных их элементов (абсолютное и относительное) - горизонтальный анализ.

2. Удельный вес различных статей активов в общей их величине (вертикальный анализ) и его изменение во времени.

3. Рентабельность активов (ROA, Return On Assets):

$$ROA = \text{Чистая прибыль} / \text{Средняя величина совокупных активов} * 100\%$$

или

$$ROA = \text{ЕБИТ} / \text{Средняя величина совокупных активов} * 100\%$$

ЕБИТ (Earnings Before Interest and Tax) - прибыль компании до вычета налога на прибыль и начисленных процентов по кредитам.

4. Оборачиваемость активов:

а) Коб.а =  $\text{Выручка} / \text{Средняя за период стоимость активов}$

б) Поб.а =  $360 * \text{Средняя за период стоимость активов} / \text{Выручка}$

# Показатели, используемые при анализе активов компании

5. Основные показатели эффективности использования внеоборотных активов:

а) Фондоотдача:  $Ф_о = \text{Выручка} / \text{Средняя стоимость основных средств}^*$

б) Фондоемкость:  $Ф_е = \text{Средняя стоимость основных средств}^* / \text{Выручка}$

\* Под основными средствами в данном случае обычно понимаются основные производственные фонды

в) Коэффициент износа основных средств:

$К_и = \text{Износ основных средств} / \text{Первоначальная стоимость основных средств}$

г) Коэффициент обновления основных средств:

$К_обн = \text{Первоначальная стоимость поступивших за период основных средств} / \text{Первоначальная стоимость основных средств на конец периода}$

д) Коэффициент выбытия основных средств:

$К_{выб} = \text{Первоначальная стоимость выбывших за период основных средств} / \text{Первоначальная стоимость основных средств на начало периода}$

е) Рентабельность внеоборотных активов:

$Р_{ВА} = \text{Балансовая или Чистая прибыль} / \text{Средняя величина внеоборотных активов} * 100\%$

# Показатели, используемые при анализе активов компании

б. Основные показатели эффективности использования оборотных активов:

а) Рентабельность оборотных активов:

$$P_{OA} = \text{Балансовая или Чистая прибыль} / \text{Средняя величина оборотных активов} * 100\%$$

б) Оборачиваемость оборотных активов

$$Kob_{OA} = \text{Выручка} / \text{Средняя за период стоимость оборотных активов}$$

$$Поб_{OA} = 360 * \text{Средняя за период стоимость оборотных активов} / \text{Выручка}$$

в) Оборачиваемость дебиторской задолженности

$$Kob_{ДЗ} = \text{Выручка} / \text{Средняя за период величина ДЗ}$$

$$Поб_{ДЗ} = 360 * \text{Средняя за период величина ДЗ} / \text{Выручка}$$

г) Оборачиваемость запасов

$$Kob_{З} = \text{Себестоимость} / \text{Средняя за период величина запасов}$$

$$Поб_{З} = 360 * \text{Средняя за период величина запасов} / \text{Себестоимость}$$

д) Оборачиваемость денежных средств

$$Kob_{ДС} = \text{Выручка} / \text{Средняя за период величина денежных средств}$$

$$Поб_{ДС} = 360 * \text{Средняя за период величина денежных средств} / \text{Выручка}$$

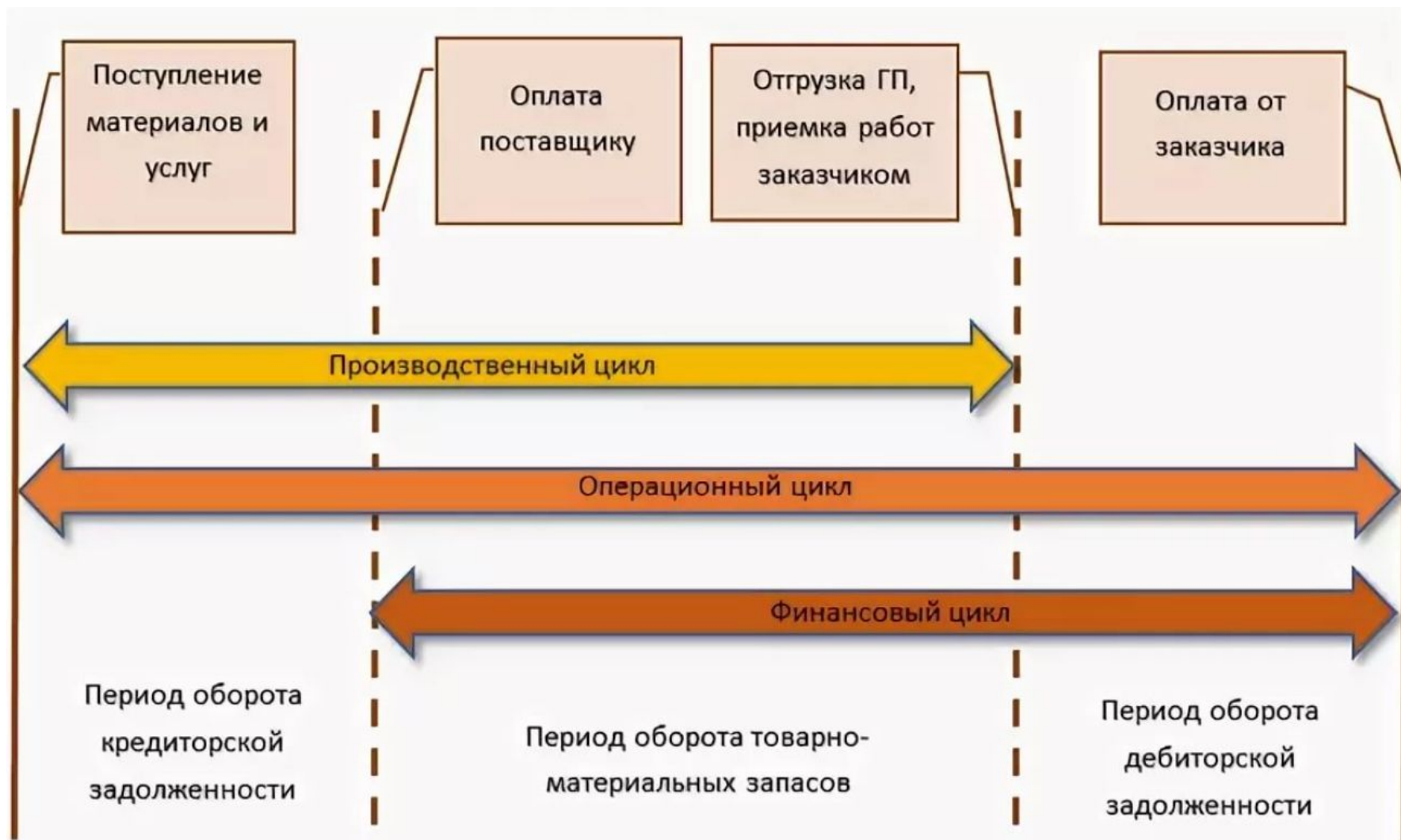
е) Соотношение ДЗ и КЗ:

$$Сдк = ДЗ / КЗ$$

# Кругооборот оборотных активов



# Операционный и финансовый циклы



# Взаимосвязь прибыли и уровня оборотных активов



# Политика финансирования активов

## Агрессивная



## Умеренная



## Консервативная





## Концепции расчета финансового рычага

1. Западноевропейская концепция  
(effect of the financial leverage):

$$\text{ЭФР (EFL, DFL}_1) = (1 - t) * (\text{ROA} - i) * \text{ЗК/СК}$$

2. Американская концепция (*degree of financial leverage*):

$$\begin{aligned} DFL_2 &= (\Delta EPS : EPS) / (\Delta EBIT : EBIT) = \\ \Delta ROE (\text{в } \%) / \Delta EBIT (\text{в } \%) &= EBIT / (EBIT - I) \end{aligned}$$

Под **стоимостью источника финансирования** (cost of a source of financing) понимают сумму средств, которую надо регулярно платить за использование определенного объема привлекаемых финансовых ресурсов, выраженную в процентах к этому объему, т. е. представленную в виде годовой процентной ставки.

**Стоимость капитала** - цена, которую компания платит за его использование, т. е. годовые издержки по обслуживанию задолженности перед инвесторами и кредиторами. Количественно она измеряется в виде процентной ставки, характеризующей отношение общей величины издержек к величине всего капитала.

# ЭТАПЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА

**I ЭТАП** - осуществляется идентификация основных компонентов, являющихся источниками формирования капитала фирмы

**II ЭТАП** -рассчитывается цена каждого источника в отдельности

**III ЭТАП** - определяется средневзвешенная цена капитала на основании использования удельного веса каждого компонента в общей сумме инвестированного капитала

**IV ЭТАП** - разрабатываются мероприятия по оптимизации структуры капитала фирмы по различным критериям и формированию целевой структуры капитала

## БАЗОВЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

1

Стоимость функционирующего  
собственного капитала

2

Стоимость нераспределенной прибыли  
последнего отчетного периода

3

Стоимость дополнительно привлекаемого  
акционерного (паевого) капитала

привилегированных акций

простых акций (дополнительных  
паев)

# БАЗОВЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ СТОИМОСТИ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА

1

Стоимость финансового кредита

→ банковского кредита

→ финансового лизинга

2

Стоимость капитала, привлекаемого  
за счет эмиссии облигаций

3

Стоимость товарного (коммерческого) кредита

→ в форме краткосрочной отсрочки  
платежа

→ в форме долгосрочной отсрочки  
платежа, оформленной векселем

4

Стоимость текущих обязательств  
по расчетам

Цена источников «долгосрочные кредиты банка» и «краткосрочные кредиты банка» должна определяться с учетом налога на прибыль. Это связано с тем, что проценты за пользование ссудами банка включаются в расходы компании, что уменьшает размер налогооблагаемой прибыли и сумму налога на прибыль, уплачиваемую компанией. В результате увеличивается ее чистая прибыль.

Поэтому цена единицы источника "долгосрочные ссуды банка" будет меньше, чем размер процента, уплачиваемого банку компанией:

$$K1 = p*(1 - T), \text{ где}$$

$p$  - ставка процентов по кредиту банка

$T$  - ставка налога на прибыль.

Общая (средневзвешенная) цена капитала компании- WACC (Weight average cost of capital) - представляет собой среднее значение цен каждого источника в общей их сумме:

$$WACC = \sum_{i=1}^n C_k * W_k,$$

$C_k$  – стоимость каждого источника средств;

$W_k$  – доля данного источника в общей сумме инвестируемого капитала.

Средневзвешенная цена капитала показывает сложившийся в компании минимум возврата средств на вложенный в ее деятельность капитал, или его рентабельность.

Экономический смысл этого показателя в следующем: компания может принимать любые решения, в том числе и инвестиционного характера, если их уровень рентабельности не ниже текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала.

$$WACC = w_d \cdot k_d \cdot (1 - T) + w_{ps} \cdot k_{ps} + w_{ce} \cdot k_{ce}$$

$w_d$  – удельный вес заемного капитала;

$k_d$  – стоимость заемного капитала;

$T$  – ставка налога на прибыль;

$w_{ps}$  – удельный вес капитала, сформированного за счет привилегированных акций;

$k_{ps}$  – стоимость привилегированных акций, как элемента капитала;

$w_{ce}$  – удельный вес обыкновенного акционерного капитала;

$k_{ce}$  – стоимость обыкновенного акционерного капитала.



# Стоимость капитала, полученного от эмиссии обыкновенных акций ( $c_s$ ) по модели **CAPM**

$$c_s = E = f + \beta (E_m - f)$$

$E$  - требуемая доходность акций рассматриваемой компании,

$f$  - доходность безрискового актива,

$E_m$  - средняя доходность на рынке акций.

# Стоимость капитала, полученного от эмиссии обыкновенных акций ( $c_s$ ) по модели **CAPM**

**ПРИМЕР:** Безрисковая ставка = 5%; Рыночная доходность = 14%

Какова должна быть доходность инвестиций, бета-значения для которых:

(а) 1; (б) 2; (в) 0,5?

(а)  $E(r_i) = 5 + 1(14 - 5) = 14\%$  - возврат, требуемый от инвестиций с тем же риском, что и рынок.

(б)  $E(r_i) = 5 + 2(14 - 5) = 23\%$  - возврат, требуемый от инвестиций с удвоенным риском по сравнению со среднерыночным. Поэтому требуется более высокая отдача, чем среднерыночная.

(в)  $E(r_i) = 5 + 0,5(14 - 5) = 9,5\%$  - возврат, требуемый от инвестиций с половиной среднерыночного риска. Следовательно, допустимо требование более низкого дохода по сравнению с рынком.

# Стоимость капитала, полученного от эмиссии обыкновенных акций ( $c_s$ ) по модели Гордона

- а) для существующего акционерного капитала (стоимость нераспределенной прибыли):

$$c_E = \left( \frac{\text{Базовый дивиденд } D_0}{\text{Рыночная стоимость акции } Pm} + g \right) \times 100\%$$

## Недостатки:

- не учитывает факторы риска;
- трудности с корректным определением ставки роста дивидендов  $g$ .

$D_0 / Pm$  – коэффициент (уровень) дивидендных выплат

# Стоимость капитала, полученного от эмиссии обыкновенных акций ( $c_s$ ) по модели Гордона

- а) для существующего акционерного капитала (стоимость нераспределенной прибыли):

$$c_E = \left( \frac{\text{Базовый дивиденд } D_0}{\text{Рыночная стоимость акции } Pm} + g \right) \times 100\%$$

## Недостатки:

- не учитывает факторы риска;
- трудности с корректным определением ставки роста дивидендов  $g$ .

$D_0 / Pm$  – коэффициент (уровень) дивидендных выплат

Модели  
структуры  
капитала

Статические  
(поиска оптимальной  
структуры и следования ей)

Традиционный подход

Модели ММ

без налогов

с налогами

Компромиссная модель (между  
издержками банкротства и  
выгодами привлечения  
заемного капитала)

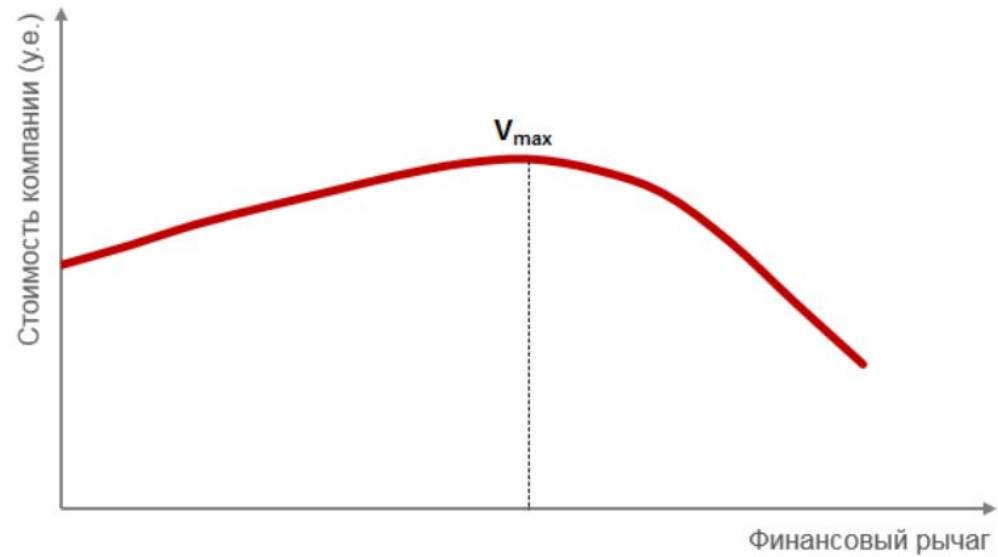
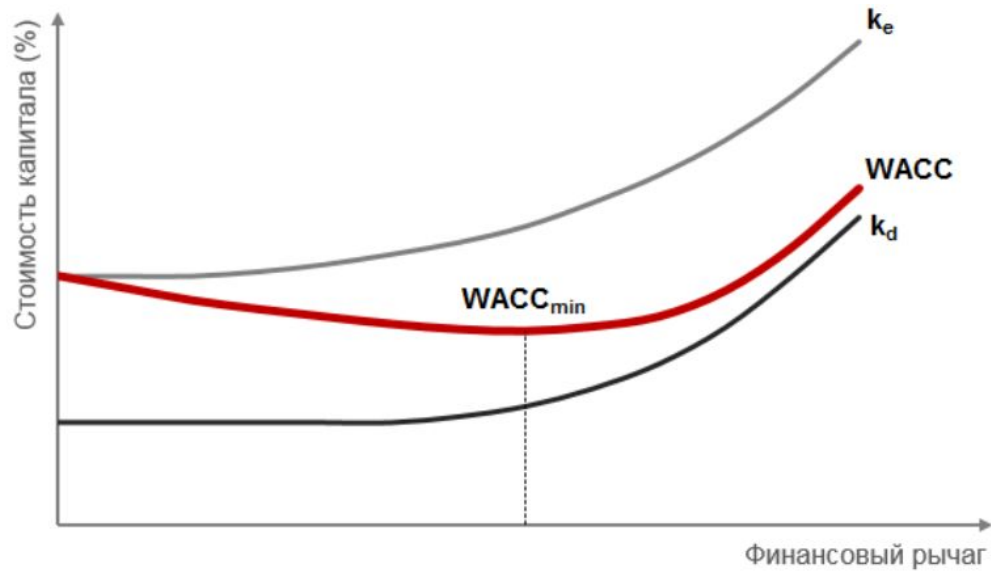
Динамические

(допускающие отклонение  
от целевой структуры  
капитала в конкретный  
момент времени и  
определяющие оптимум  
как временной ряд)

Сигнальные модели

- Росса
- Майерса – Майлуфа
- Уэлша

# Традиционный подход к структуре капитала



# Ограничения теории ММ

- совершенство рынка капитала, что выражается в отсутствии транзакционных издержек и различий в ставках процентов (для всех инвесторов существуют единые условия займа и инвестирования);
- отсутствие издержек банкротства;
- отсутствие асимметрии информации;
- отсутствие агентских издержек между акционерами компании и ее менеджментом;
- организации эмитируют только два вида обязательств (безрисковые облигации и рискованные акции);
- отсутствие корпоративных и подоходных налогов;
- стабильное развитие и отсутствие роста прибыли (EBIT-const);
- заемный капитал менее рискованный, чем акционерный, поэтому  $C_d < C_s$ ;
- собственный капитал (S) равен акционерному, т.е. вся чистая прибыль распределяется на дивиденды, а замена изношенного оборудования осуществляется за счет амортизационных отчислений
- присутствие на рынке значительного количества продавцов и покупателей с рациональным поведением.

**EV (Стоимость корпорации, Enterprise Value) =**  
рыночная стоимость об.а + рыночная стоимость прив.а  
+ рыночная стоимость долга + доля меньшинства -  
денежные средства и их эквиваленты

**EVA (Economic Value Added) = NOPAT – IC\*WACC =**  
**EBIT\*(1-T) – IC\*WACC= IC \* (ROIC - WACC)**



# Цели использования EVA

<b>Пользователи</b>	<b>Цели использования</b>
Акционеры/Собственник и	Анализ основных факторов формирования EVA, повышение своей привлекательности для инвесторов.
Топ менеджеры	Разработка управленческих задач, регламентов, планов и нормативов для повышения EVA.
Стратегические инвесторы	Оценка эффективности использования компанией своего капитала, осуществление слияния и поглощения перспективных компаний.