

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



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

Название группы	Обозначение	Состав
Активы		
Абсолютно ликвидные активы	A1	Денежные средства; краткосрочные финансовые вложения
Быстро реализуемые активы	A2	Краткосрочная дебиторская задолженность
Медленно реализуемые активы	A3	Статьи раздела II актива баланса, включающие: запасы, НДС, долгосрочную дебиторскую задолженность и прочие оборотные активы, а также ДФВ
Трудно реализуемые активы	A4	Статьи раздела I актива баланса внеоборотные активы (кроме долгосрочных финансовых вложений)
Пассивы		
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

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

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

4. Оборачиваемость активов:

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

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

Показатели, используемые при анализе активов компании

5. Основные показатели эффективности использования внеоборотных активов:

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

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

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

в) Коэффициент износа основных средств:

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

г) Коэффициент обновления основных средств:

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

д) Коэффициент выбытия основных средств:

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

е) Рентабельность внеоборотных активов:

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

Показатели, используемые при анализе активов компании

6. 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):

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

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:

$$K1 = p \cdot (1 - T), \text{ где}$$

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:

(a) 1; (б) 2; (в) 0,5?

(a) $E(r_i) = 5 + 1(14 - 5) = 14\%$ - 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):

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

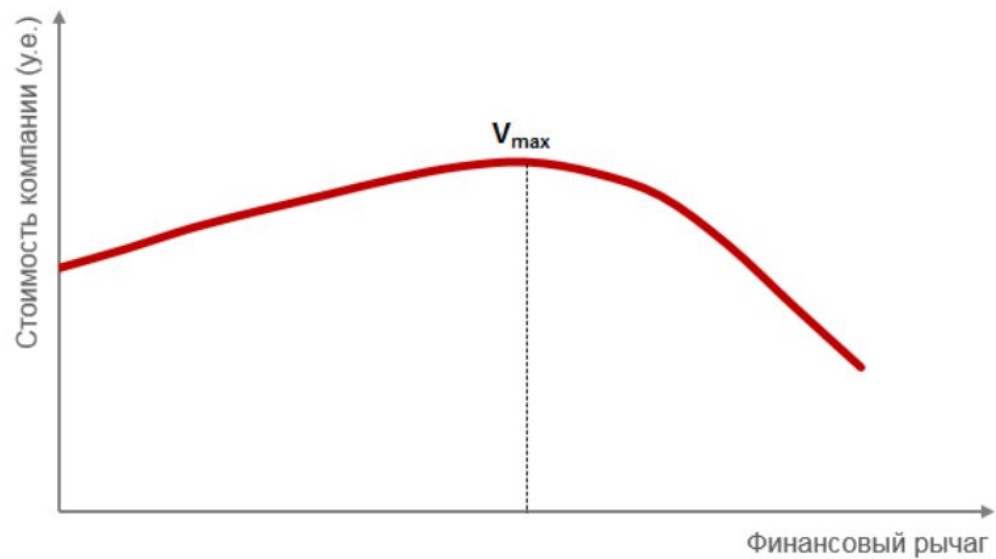
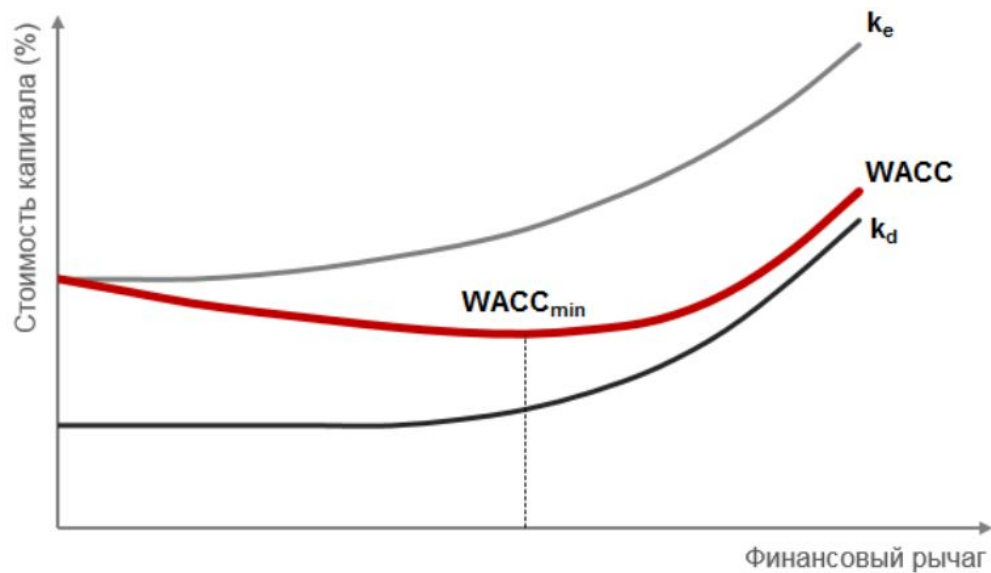
Недостатки:

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

D_0 / Pm – коэффициент (уровень) дивидендных выплат



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

Пользователи	Цели использования
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.