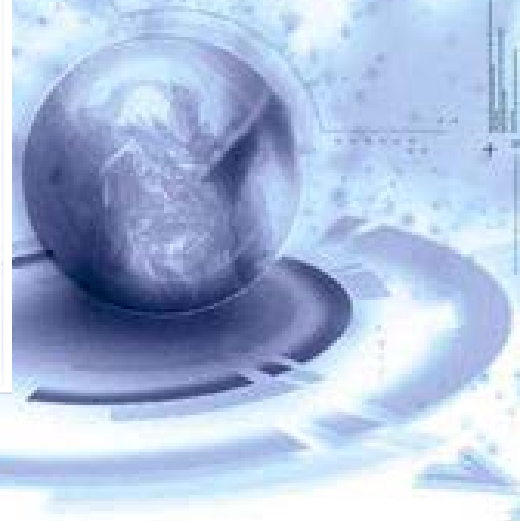


# Тема

## «Финансовые ресурсы и капитал корпорации»

*Вопросы лекции*

- 1. Финансовые ресурсы корпорации**
- 2. Источники финансирования корпорации**
- 3. Структура капитала и его цена**



**Вопрос 1.**


**ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ  
КОРПОРАЦИИ**

# Финансовые ресурсы корпорации

---

это денежные **доходы и поступления**, находящиеся в ее распоряжении, формируемые за счет собственных и приравненных к ним средств, путем мобилизации на денежном рынке и рынке капитала, а также в порядке перераспределения через бюджетную и кредитную системы, **предназначенных** для выполнения финансовых обязательств, финансирования текущих затрат и затрат, связанных с расширением капитала.

---



**Формирование финансовых ресурсов корпорации начинается в момент ее создания** путем передачи учредителями (участниками) организации определенных материальных и нематериальных вкладов.



Закрепив имущество за юридическим лицом, **учредитель** (участник), как правило, **теряет право собственности** на данное имущество, и, соответственно, **оно возникает у вновь созданного юридического лица.**

После государственной регистрации юридического лица **данные вклады приобретают правовую форму уставного (складочного) капитала, паевого либо уставного фонда.**



# Финансовые ресурсы корпорации

## Собственные и приравненные к ним источники

Прибыль, остающаяся в распоряжении корпорации

Амортизационные отчисления

Поступления от учредителей при формировании УК

Дополнительные взносы в УК

Дополнительная эмиссия и размещение акций

Устойчивые пассивы

Прочие источники

## Источники заемных средств

Кредиты банков и иных кредитных организаций

Займы, предоставленные другими корпорациями и физическими лицами

Коммерческий кредит

Средства от выпуска и размещения облигаций

Факторинг

Лизинг

Прочие источники

## Источники средств, поступивших в порядке перераспределения

Страховое возмещение по наступившим рискам

Денежные средства, поступающие от союзов, ассоциаций, ФПГ и т.п.

Дивиденды и проценты по ценным бумагам сторонних эмитентов

Средства от бюджетов различных уровней

Средства из внебюджетных фондов

## При определении потребности в финансовых ресурсах учитываются следующие моменты:

---

- ▶ для какой цели и на какой период (краткосрочный или долгосрочный) требуются финансовые ресурсы;
- ▶ с какой срочностью требуются финансовые ресурсы;
- ▶ есть ли необходимые средства в рамках корпорации или придется обращаться к другим источникам;
- ▶ каковы затраты при уплате долгов



# Направления использования финансовых ресурсов корпорации

- ▶ финансирование затрат на производство и продажу продукции, работ, услуг;
- ▶ финансирование инвестиционной деятельности корпорации (реальные и финансовые инвестиции);
- ▶ платежи в бюджет и внебюджетные фонды;
- ▶ погашение кредитов и займов;
- ▶ финансирование благотворительной деятельности и др.



Формирование и использование финансовых ресурсов опосредуются **денежными потоками в разрезе трех видов деятельности корпорации: текущей, инвестиционной, финансовой.**



## Вопрос 2.

# ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОРПОРАЦИИ

***«У капитала одно единственное  
жизненное стремление –  
стремление возрастать»***

***Карл Маркс***

# Капитал - одно из ключевых понятий финансового менеджмента

## С позиций финансового менеджмента

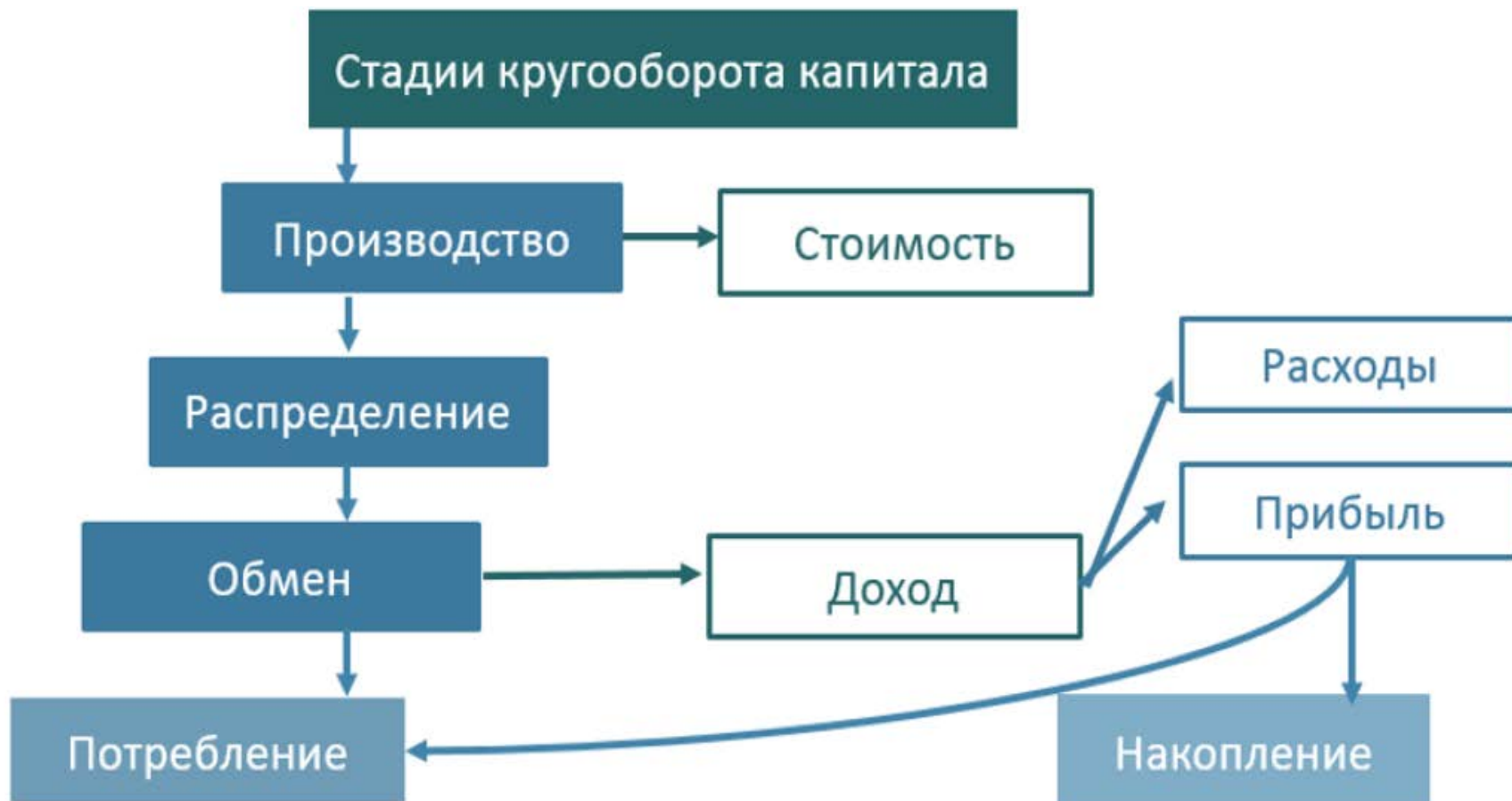
- ▶ *выражает общую величину средств в денежной, материальной и нематериальной формах, вложенных и активы (имущество) корпорации*

## С позиций корпоративных финансов

- ▶ *отражает финансовые отношения, возникающие между корпорацией и другими субъектами хозяйствования по поводу его формирования и использования*



**Капитал** - это **самовозрастающая стоимость**, при этом источником ее возрастания является постоянное движение, осуществляемое в **форме кругооборота**.



**СТАДИИ КРУГООБОРОТА КАПИТАЛА**

# КЛАССИФИКАЦИЯ ИСТОЧНИКОВ КАПИТАЛА

## По праву собственности

- собственные;
- заемные;
- привлеченные;
- бюджетные.

## В зависимости от сферы поступления

- внешние источники;
- внутренние источники.

## В зависимости от сроков использования

- долгосрочные источники (больше года);
- краткосрочные источники (сроком до года).



# МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИИ

---

- ❖ самофинансирование или финансирование из собственных источников;
  - ❖ акционерное (корпоративное) финансирование;
  - ❖ долговое финансирование, включая банковское кредитование, взаимное финансирование хозяйствующих субъектов, проектное и венчурное финансирование;
  - ❖ бюджетное финансирование - финансирование из государственных источников.
- 





## Собственный капитал корпорации

характеризует общую стоимость средств корпорации, принадлежащих ей на праве собственности и гарантирующих интересы ее кредиторов.

---



### Функции собственного капитала

- оперативная** - связана с поддержанием непрерывности деятельности корпорации;
  - защитная** - направлена на защиту капитала кредиторов и возмещение (поглощение) убытков корпорации;
  - распределительная** - связана с участием в распределении полученной прибыли;
  - регулирующая** - определяет возможности и масштабы привлечения заемных источников финансирования, а также участия отдельных субъектов в управлении корпорацией.
- 





## Элементы собственных или внутренних источников финансирования капитала

1. Уставный капитал.
2. Добавочный капитал.
3. Резервный капитал.
4. Нераспределенная прибыль.
5. Амортизация

**Информация о собственном капитале корпорации отражается в разделе III бухгалтерского баланса «Капитал и резервы»**

Наименование показателя <sup>2</sup>	Код	На _____	На 31 декабря	На 31 декабря
		20__ г. <sup>3</sup>	20__ г. <sup>4</sup>	20__ г. <sup>5</sup>
<b>ПАССИВ</b>				
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ <sup>6</sup></b>				
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310			
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	( ) <sup>7</sup>	( )	( )
Переоценка внеоборотных активов	1340			
Добавочный капитал (без переоценки)	1350			
Резервный капитал	1360			
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370			
Итого по разделу III	1300			





**Уставный капитал** - это первоначальная сумма собственного капитала, инвестированная в формирование активов организации на начальном этапе бизнеса.

**Размер уставного капитала декларируется в учредительных документах и остается неизменным до их перерегистрации в установленном порядке.**



Для компаний **отдельных организационно-правовых форм** (ООО, АО, ПАО), а также **отдельных видов деятельности** (например, в банковской, страховой сферах) **минимальный размер уставного фонда регулируется законодательством.**

---



# УСТАВНЫЙ КАПИТАЛ-

основной первоначальный источник собственных средств

## Хозяйственные общества

**может формироваться за счет различных источников:**

- ▶ бюджетных средств;
- ▶ вкладов юридических и физических лиц;
- ▶ иных привлеченных источников.

*В качестве вклада в имущество хозяйственного общества могут вноситься: деньги, ценные бумаги, иные вещи, имущественные либо иные права, имеющие денежную оценку, так как главным признаком вклада является возможность его денежной оценки .*

## Акционерные общества

**номинальная стоимость акций общества, распределенных между акционерами**

- ▶ акции: обыкновенные и привилегированные;
- ▶ номинальная стоимость всех обыкновенных акций общества должна быть одинаковой;
- ▶ номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% УК общества;
- ▶ при учреждении общества все его акции должны быть размещены среди учредителей.

## МИНИМАЛЬНЫЙ РАЗМЕР УСТАВНОГО КАПИТАЛА

**ООО** : 10 000 рублей\*

**ПАО**: 100 000 рублей

**АО**: 10 000 рублей \*\*

\* ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998 № 14-ФЗ (с изменениями от 24.02.2021)

\*\* ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ (с изменениями от 24.02.2021)



**РЕЗЕРВНЫЙ КАПИТАЛ** — это часть собственного капитала, предназначенного для внутреннего страхования рисков.



Резервы формируются **за счет прибыли**



Размер резервной части собственного капитала определяется **учредительными документами**



Минимальный размер отчислений в резервный фонд **регулируется законодательством**



В АО должен создаваться **резервный фонд** в размере, предусмотренном уставом общества, но **не менее 5% от его уставного капитала.**

В АО средства резервного капитала **могут быть использованы** на:

- покрытие убытков
- погашение облигаций, выпущенных компанией (при отсутствии иных средств)
- выкуп собственных акций фирмы (при отсутствии иных средств).

*Резервный фонд не может быть использован для иных целей.*



**ДОБАВОЧНЫЙ КАПИТАЛ** корпорации представляет собой часть собственного капитала, который является общей собственностью всех участников корпорации

---



**Формируется** в результате **прироста стоимости внеоборотных активов** (по результатам переоценки), а также в результате **расхождений в продажной и номинальной стоимости акций** в процессе формирования уставного капитала.



Этот вид собственного капитала образуется, **в организациях с высокой долей внеоборотных активов при высоком уровне их обесценения** (в результате инфляции), а также в АО, формирующих **уставный капитал в порядке открытой продажи акций.**

---





**НЕРАСПРЕДЕЛЕННАЯ ПРИБЫЛЬ** – это прибыль, которая не была распределена собственниками по результатам отчетного периода, она отражается в балансе **нарастающим итогом** и является **основным индикатором, отражающим эффективность операционной, финансовой и инвестиционной деятельности.**



**Нераспределенная прибыль предназначена для капитализации,** т.е. для **реинвестирования** в хозяйственную деятельность компании.

---



**АМОРТИЗАЦИОННЫЕ ОТЧИСЛЕНИЯ** как источник средств существуют при любом финансовом положении компании и всегда остается в её распоряжении.



**Величина амортизации** во многом **зависит от способа ее начисления,** как правило, определяемого и регулируемого государством.

---



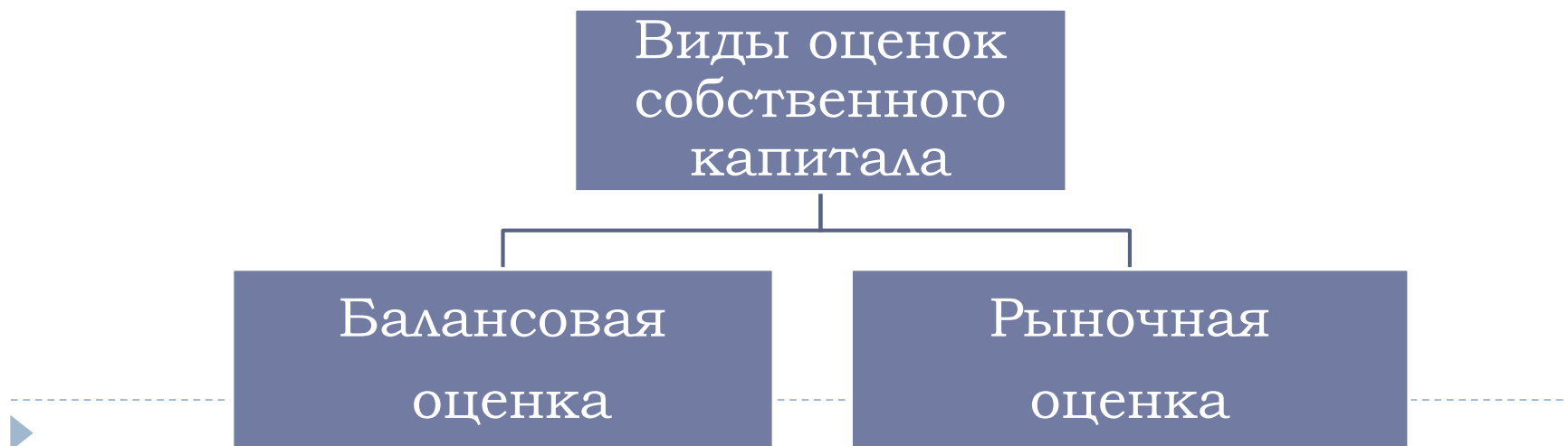
## ПРЕИМУЩЕСТВА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

- собственный капитал характеризуется **простотой привлечения**, так как решения, связанные с увеличением собственного капитала, принимаются собственниками и менеджерами без необходимости получения согласия внешних сторон;
  - собственный капитал находится в распоряжении компании **неограниченное время** и является гарантией защиты интересов кредиторов;
  - доля собственного капитала в активах компании является одним из показателей **финансовой устойчивости и кредитоспособности**;
  - собственный капитал является источником финансирования наиболее **рискованных инвестиционных проектов**.
- 



## ОГРАНИЧЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

- более **высокой стоимостью** привлечения собственных источников финансирования, нежели заемных;
- отсутствием **налоговой экономии**, так как дивиденды собственникам всегда выплачиваются из чистой прибыли;
- невозможностью увеличить рентабельность собственного капитала, ввиду **отсутствия эффекта финансового рычага**.





**Заемный капитал** - капитал  
корпорации, полученный **в виде**  
**долгового обязательства.**

*В отличие от собственного капитала, имеет конечный срок и подлежит безоговорочному возврату.*

---

### **ВНЕШНИЕ ИЛИ ЗАЕМНЫЕ ИСТОЧНИКИ ФОРМИРОВАНИЯ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА**

- Кредиты** – банковские, товарные, коммерческие:
- Займы** – банковские, облигационные;
- Внутренние заемные источники** – кредиторская задолженность.



В Российской Федерации характерно наличие двух видов заемного капитала - **долгосрочного и краткосрочного**.

Критерием такого деления является срок, на который предоставляются заемные средства (более 12 месяцев и до 12 месяцев).

- К **долгосрочному заемному капиталу** относят долгосрочные кредиты, облигационные займы и финансовый лизинг.
- К **краткосрочному заемному капиталу** – краткосрочные кредиты, текущую кредиторскую задолженность, другие обязательства.

**Долгосрочные кредиты**  
привлекаются для  
**инвестиционных целей\***



модернизации оборудования,  
нового строительства, новых  
технологий

*\* Зарубежный опыт показывает, что к долгосрочным кредитам прибегают обычно организации малого и среднего бизнеса. Крупные же корпорации потребность в долгосрочном капитале удовлетворяют с помощью облигационных займов.*

**Краткосрочные кредиты**  
привлекаются для  
**финансирования оборотных активов**



покрытие временного дефицита  
денежных средств, приобретение  
товаров, производственных  
запасов и пр.



# Информация о заемном капитале корпорации отражается в разделах бухгалтерского баланса **IV «Долгосрочные обязательства»** и **V «Краткосрочные обязательства»**

- ▶ долгосрочные заемные средства;
- ▶ отложенные налоговые обязательства;
- ▶ оценочные обязательства (долгосрочные);
- ▶ прочие долгосрочные обязательства;
- ▶ краткосрочные заемные средства;
- ▶ кредиторская задолженность;
- ▶ доходы будущих периодов;
- ▶ оценочные обязательства (краткосрочные);
- ▶ прочие краткосрочные обязательства.

Наименование показателя <sup>2</sup>	Код	На	На 31 декабря	На 31 декабря
		20 г. <sup>3</sup>	20 г. <sup>4</sup>	20 г. <sup>5</sup>
<b>ПАССИВ</b>				
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
Заемные средства	1410			
Отложенные налоговые обязательства	1420			
Оценочные обязательства	1430			
Прочие обязательства	1450			
<b>Итого по разделу IV</b>	<b>1400</b>			
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
Заемные средства	1510			
Кредиторская задолженность	1520			
Доходы будущих периодов	1530			
Оценочные обязательства	1540			
Прочие обязательства	1550			
<b>Итого по разделу V</b>	<b>1500</b>			
<b>БАЛАНС</b>	<b>1700</b>			



# АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

## Классические источники



банковский кредит, облигационный займ, лизинг, факторинг и форфейтинг, франчайзинг, а также привлечение акционерного капитала

## Альтернативные источники



краудфандинг, инвестиции бизнес-ангелов, венчурные фонды и P2P-кредитование



**Краудфандинг** (от англ. crowd — «толпа», funding — «финансирование») — **это коллективное сотрудничество людей**, направленное на народно-общественное финансирование проектов, основанное на добровольных пожертвованиях, дарениях в денежной или иной эквивалентной форме. *Краудфандинг осуществляется на через онлайн-платформы.*



**Фонды венчурного капитала** – это инвестиционные фонды, управляющие деньгами инвесторов, вкладываемыми в акционерный капитал стартапов, малых и средних компаний с высоким потенциалом роста.

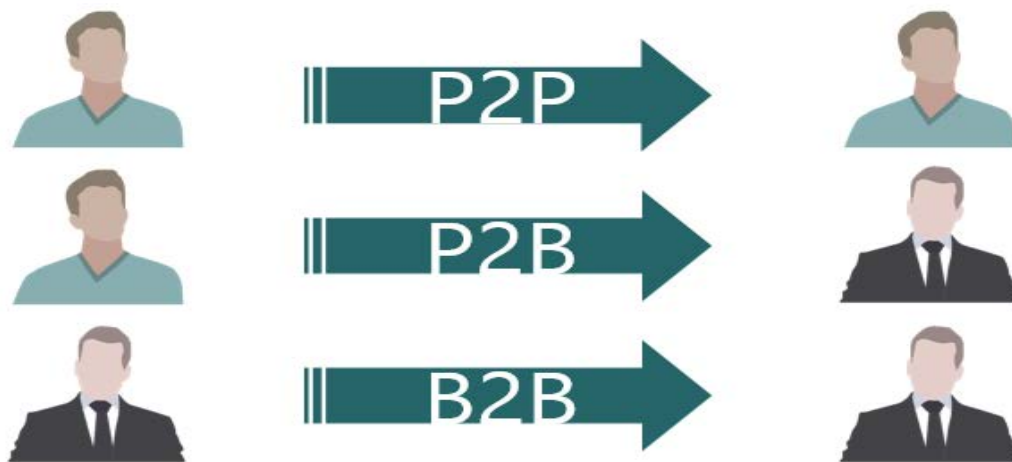


## АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

✓ **Бизнес-ангелы** – это частные инвесторы, оперирующие собственными средствами на свое усмотрение и свой риск. Они инвестируют в компании на наиболее ранних, и соответственно наиболее рискованных, этапах развития.

✓ **Peer-to-peer (P2P) кредитование** позволяет частным лицам получать кредиты непосредственно от других физических лиц или компаний, исключая финансовых посредников. Сайты P2P-кредитования напрямую связывают заемщиков с инвесторами. Сайт устанавливает тарифы, условия и диапазон процентных ставок, позволяет совершать транзакции (**КРАУДЛЕНДИНГ**).

✓ **P2B и B2B-кредитование** имеет тот же самый принцип, что и P2P, отличаясь лишь статусом заемщиков и кредиторов



▶ **Статусы заемщиков и кредиторов в P2P, P2B и B2B-кредитовании**

# ОСНОВНЫЕ РАЗЛИЧИЯ МЕЖДУ **СОБСТВЕННЫМ И ЗАЕМНЫМ** КАПИТАЛОМ КОМПАНИИ

Признак	Тип капитала	
	Собственный	Заемный
Право на участие в управлении компанией	Дает право на участие в управлении	Не дает права на участие в управлении
Право на получение части прибыли и имущества	Прибыль делится между собственниками по остаточному принципу после вычета финансовых обязательств	Кредиторы имеют первоочередное право на возвращение суммы долга
Ожидаемая доходность	Варьирует в зависимости от эффективности деятельности компании	Обычно определена заранее кредитным договором
Срок возврата капитала	Не установлен	Установлен условиями договора
Льгота по налогу (налоговая экономия)	Отсутствует, так как дивиденды выплачиваются из чистой прибыли	Присутствует, так как проценты могут быть отнесены на расходы
Влияние на финансовую устойчивость компании	Повышается финансовая независимость, минимизируется риск потери финансовой устойчивости	Повышается зависимость от внешних источников финансирования, увеличивается риск неплатежеспособности и снижения финансовой устойчивости

## **Некоторые преимущества использования для финансирования заемного капитала в сравнении с собственным капиталом**

- ▶ **широкие возможности привлечения**, особенно при высоком кредитном рейтинге заемщика;
- ▶ **возможность обеспечения прироста рентабельности собственного капитала** за счет эффекта финансового рычага при условии, что рентабельность активов превышает среднюю процентную ставку за кредит;
- ▶ **более низкая стоимость привлечения за счет эффекта «налогового щита»**, поскольку проценты за банковский кредит при налогообложении прибыли включаются в состав расходов, поэтому уменьшают налогооблагаемую прибыль;
- ▶ **обеспечение роста финансового потенциала корпорации** для увеличения активов при возрастании темпов роста объема продаж;
- ▶ **детерминированный уровень доходности**: в связи с тем, что ставка процента определена сторонами заранее в фиксированном размере, в то время как уровень доходности собственного капитала формируется в условиях неопределенности (он зависит от уровня финансовых результатов деятельности);
- ▶ **финансово обеспеченный характер использования заемного капитала** - в качестве такого обеспечения выступают обычно гарантии третьих лиц, залог или заклад имущества;
- ▶ **преимущественное право удовлетворения претензий кредиторов** в сравнении с правом удовлетворения претензий собственников (акционеров, пайщиков и т.п.) в случае банкротства организации, что предусмотрено законодательством;
- ▶ **отсутствие у владельцев заемного капитала права на управление корпорацией**, которое предоставлено собственникам.

# Недостатки использования заемного капитала

---

- ▶ привлечение заемных средств формирует **финансовые риски** (кредитный, процентный, риск потери ликвидности и др.);
- ▶ активы, образованные за счет заемного капитала, формируют **более низкую** (при прочих равных условиях) **норму прибыли на капитал**, так как возникают дополнительные расходы по обслуживанию долга перед кредиторами;
- ▶ **высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры на кредитном рынке** (особенно при долгосрочном заимствовании средств);
- ▶ **сложность процедуры привлечения заемных средств** (особенно в крупных размерах и на срок свыше одного года), так как предоставление кредитных ресурсов зависит от возможностей банков (кредиторов), требующих залога имущества или гарантий других хозяйствующих субъектов.

**Вопрос 3.**

**СТРУКТУРА КАПИТАЛА И  
ЕГО ЦЕНА**

Денежное выражение стоимости капитала представляет собой **цену капитала**

**Стоимость капитала** - это цена, которую уплачивает корпорация за привлечение капитала из различных источников.

Привлечение того или иного источника капитала связано для компании с определенными затратами:  
*по облигациям нужно выплачивать доход,  
по акциям - дивиденды,  
по кредитам - проценты*

Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема привлекаемых на рынке капитала финансовых ресурсов, **выраженная в процентах к этому объему, называется стоимостью капитала** (*cost of capital*)



**Структура капитала** представляет собой соотношение собственных и заемных средств долгосрочного характера.

---



Структура капитала определяет многие аспекты деятельности корпорации и оказывает прямое влияние на ее финансовые результаты.



Соотношение собственного и заемного капиталов должно поддерживаться **в определенной пропорции**, которая для каждой корпорации является **индивидуальной**.



Если в капитале превалирует собственный капитал, это свидетельствует о **финансовой независимости корпорации**, но отнюдь не об искусстве его финансовых менеджеров.



Корпорация, использующая только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость, но **ограничивает темпы своего развития и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал**.

# Использование понятия «стоимость капитала»

**1** Для максимизации **рыночной стоимости компании** (что является основной целью финансового управления) менеджеры должны минимизировать все затраты, включая капитал, отсюда следует необходимость «измерить» капитал, определить его стоимость.

**2** При дисконтировании денежных потоков в случае реализации инвестиционных проектов стоимость капитала рассматривается в качестве **нормы дисконта** (в зависимости от источника привлечения инвестиций, это может быть как стоимость только собственного или заемного капитала, так и общая средневзвешенная стоимость совокупного капитала).

**3** В случае сопоставления с **внутренней нормой рентабельности (доходности)** инвестиционного проекта, а именно, если внутренняя норма рентабельности больше стоимости капитала, то проект одобряется, и наоборот.

**4** При выборе **наилучшей возможности из нескольких вариантов** привлечения заемного капитала, в данном случае компания выбирает вариант с наименьшей ставкой процента.

## **Цена капитала** рассчитывается в несколько этапов:

- 1) идентификация основных источников формирования капитала корпорации;
- 2) расчет цены каждого источника финансирования;
- 3) расчет средневзвешенной цены капитала;
- 4) разработка мероприятий по оптимизации структуры капитала.

## Этап 1. Идентификация основных источников формирования капитала

Для определения цены капитала наиболее важными являются следующие источники:

---

- ▶ *собственные средства: уставный капитал (обыкновенные и привилегированные акции) и нераспределенная прибыль;*
- ▶ *заемные средства: долгосрочные кредиты и облигационные займы.*



## Этап 2. Расчет цены каждого источника финансирования.

- ▶ **Расчет стоимости облигационного займа.** Стоимость облигационного займа приблизительно равна доходу, который получает держатель облигаций. *Проценты по облигационным займам выплачиваются из чистой прибыли, поэтому корректировка стоимости облигационного займа на налог на прибыль не производится.*
- ▶ **Стоимость долгосрочных кредитов.** Проценты за пользование кредитами включаются в зависимости от их величины полностью или частично в себестоимость продукции, что уменьшает размер налогооблагаемой прибыли.

Цена долгосрочных кредитов (К) определяется как процент за кредит с корректировкой на ставку налога на прибыль.

$K = r(1 - T)$ , где  $r$  — ставка процентов по долгосрочной ссуде банка;  $T$  ставка налога на прибыль.

*Данная формула применяется на предприятиях стран Европы и Америки, однако в России ее использование на практике требует дополнительной корректировки. Это связано с тем, что согласно Налоговому кодексу РФ не вся сумма уплачиваемых по долгосрочным ссудам процентов может уменьшать налогооблагаемую прибыль, а лишь их фиксированный размер.*

---

## Этап 2. Расчет цены каждого источника финансирования.

- ▶ **Расчет стоимости обыкновенных акций.** В общем случае стоимость привлечения средств с использованием обыкновенных акций можно рассчитать лишь приблизительно, потому что по обыкновенным акциям заранее не известен уровень дивидендов.
- ▶ **Расчет стоимости привилегированных акций.** Стоимость привилегированных акций определяется по уровню дивидендов, выплачиваемых держателям привилегированных акций, следовательно, стоимость привилегированных акций определяется путем деления годовых дивидендов по привилегированным акциям на чистый доход от продажи привилегированной акции. *Корректировка по налогу на прибыль не производится, поскольку дивиденды выплачиваются из чистой прибыли.*
- ▶ **Расчет стоимости нераспределенной прибыли.** Цена данного источника представляет собой ожидаемую доходность обыкновенных акций корпорации и определяется теми же методами, что и цена обыкновенных акций. Нераспределенная прибыль принадлежит владельцам обыкновенных акций и может быть направлена на реинвестирование или выплату дивидендов.

□ В состав заемного капитала входят **долгосрочные банковские кредиты и облигационные займы.**

---

**!** *Краткосрочная кредиторская задолженность и краткосрочные ссуды не учитываются при расчете цены капитала.*

*Стоимость привилегированных акций определяют по уровню дивидендов, выплачиваемых акционерам:*

$$\mathbf{Ц_{па} = (Д : Ц_{р}) * 100,}$$

*где*

*Д - годовой дивиденд по привилегированным акциям;*

*Ц<sub>р</sub> - текущая рыночная цена привилегированной акции.*

*Если известны затраты на размещение привилегированных акций, то применяют формулу:*

$$\mathbf{Ц_{па} = [Д : (Ц_{р} - З_{р})] * 100,}$$

*где*

*З<sub>р</sub> - затраты на размещение акций.*

---



# Методы расчета доходности собственного капитала

Методы и модели	Направления применения
Модель Шарпа ( <b>САРМ</b> ) и ее модификации: <ul style="list-style-type: none"><li>· МСАРМ</li><li>· Модель Фамы и Френча</li><li>· Модель Кархарта</li></ul>	Применяется для оценки доходности собственного капитала для компаний имеющих эмиссии обыкновенных акций на фондовом рынке
<b>Модель Гордона</b> (модель дивидендов постоянного роста)	Применяется для компаний имеющих выпуски обыкновенных акций с дивидендными выплатами
На основе рентабельности капитала	Применяется для компаний, не имеющих выпусков акций на фондовом рынке, но с открытой финансовой отчетностью (например, для АО)
На основе премии за риск	Применяется для оценки эффективности собственного капитала стартапов и венчурных бизнесов



# Стоимость акционерного (собственного) капитала организации по модели CAPM

---

$$r_i = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

где:

$r$  – ожидаемая доходность собственного капитала компании;

$r_f$  – доходность по безрисковому активу;

$r_m$  – доходность рыночного индекса;

$\beta$  – коэффициент бета (чувствительность изменения доходности акции к изменению доходности индекса рынка);

Доходность по безрисковому активу ( $R_f$ ) может быть взята как **доходность государственных облигаций ОФЗ**.

Данные доходности облигаций можно посмотреть на сайте **[rusbonds.ru](http://rusbonds.ru)**

---



# Стоимость акционерного (собственного) капитала организации

---

**Модель Гордона, метод расчета дисконтированного денежного потока** - рыночная цена акции устанавливается как дисконтированная стоимость ожидаемого потока дивидендов.

Если доходность акции будет расти в постоянном темпе, для оценки ожидаемой доходности можно использовать следующую формулу:

$$\text{Цоа} = (\text{Дождид} / \text{Црын}) * 100 + g,$$

где

Дождид – ожидаемые дивиденды;

Црын – рыночная стоимость акции;

g – темп прироста дивидендов (принимается постоянным), %.



## Стоимость заемного капитала компании

---

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

где

$p$  - ставка по долгосрочной ссуде банка, %;

Сн.п. - ставка налога на прибыль организации.

*Если известны в стоимостном выражении объемы привлеченного кредита и сумма уплаченных за его пользование процентов, то используют формулу расчета цены банковского кредита:*

$$\text{Цбк} = (\text{Плата за кредит} : \text{Сумма полученного кредита}) * 100 * (1 - \text{Сн.п.})$$



## Стоимость заемного капитала компании

---

*Показатель общей доходности купонной облигации без права досрочного погашения (или доходности к погашению) рассчитывается как отношение среднегодового дохода к средней цене ее приобретения:*

$$\mathbf{Ц_о = [(К + (Н - Ц_р) : n) : [(Н + Ц_р) : 2]] * 100 * (1 - Сн.п.),}$$

где

К - купонный (годовой) процентный доход ( $H * p$ );

Н - номинальная или нарицательная стоимость облигаций;

Р - купонная ставка дохода, %;

Ц<sub>р</sub> - текущая (рыночная) цена облигации (Н-расходы на размещение);

n - срок погашения облигации.

*Текущую доходность облигации в упрощенном виде рассчитывают по формуле:*

$$\mathbf{Ц_о = [(Н * p) : Ц_р] * 100 * (1 - Сн.п.).}$$

---



## Этап 3. Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Поскольку стоимость каждого из приведенных источников средств различна, стоимость капитала организации в целом находят по формуле средней арифметической взвешенной, а соответствующий показатель называется средневзвешенной стоимостью капитала (*WACC*).

- ▶ Этот показатель рассчитывается как среднеарифметическая взвешенная величина стоимости отдельных элементов капитала. В качестве «весов» каждого элемента выступает его удельный вес в общей сумме сформированного (используемого) или намечаемого к формированию капитала:

$$WACC = \sum k_j * d_j, \text{ где}$$

*k<sub>j</sub>* - стоимость *j*-го источника средств;

*d<sub>j</sub>* - удельный вес *j*-го источника средств в общей их сумме.



# Примеры расчета

---

- ▶ **Пример 1. Какова средневзвешенная стоимость капитала** в случае привлечения инвестиций в сумме 1 млн. руб., из которых 200 тыс. руб. привлечены на условиях 15% годовых, 300 тыс. руб. – 20% годовых, 500 тыс. руб. – 25% годовых.

Решение:

$$WACC = 20\% * 0,15 + 30\% * 0,20 + 50\% * 0,25 = 21,5 \%$$

- Пример 2** (расчет WACC с учетом налогового щита).

Финансирование инвестиций в размере 2 млн. руб. осуществляется из трех источников:

- 1) собственные средства в сумме 1 млн. руб. с доходностью 10%,
- 2) собственные средства в сумме 600 тыс. руб. с доходностью 15%,
- 3) заемные средства в сумме 400 тыс. руб. под 20% годовых.

**Какова средневзвешенная стоимость капитала?**

Решение:

$$WACC = 50\% * 0,10 + 30\% * 0,15 + (1 - 0,20) * 20\% * 0,20 = 12,7 \%$$



## Этап 4. Разработка мероприятий по оптимизации структуры капитала

*Целью управления структурой капитала является поиск оптимального соотношения между собственным и заемным капиталом, различными краткосрочными и долгосрочными источниками его формирования*

Оптимальная структура капитала складывается в результате компромисса между достижением максимально возможной экономии на налогах, обусловленной привлечением заемных средств, и дополнительными затратами, связанными с повышением вероятности возникновения финансовых затруднений с ростом доли заемного капитала.

***При расчете оптимизации необходимо установить, при какой структуре капитала будет достигнута минимальная средневзвешенная величина***

---



# Этап 4. Разработка мероприятий по оптимизации структуры капитала

## **Финансовый левиридж –**

один из механизмов оптимизации структуры капитала корпорации

*Финансовый левиридж характеризует использование корпорацией заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.*

**Эффект финансового рычага (ЭФР)** возникает вследствие того, что одолженные под фиксированный процент средства можно использовать на те проекты, которые бы обеспечивали более высокую отдачу, чем составляет сумма процентов по кредитам и займам. Этот показатель определяет границу экономической целесообразности привлечения заемных средств.

---



## Этап 4. Разработка мероприятий по оптимизации структуры капитала

- ▶ Эффект финансового рычага отражает, на сколько процентов изменится рентабельность собственного капитала за счет использования заемных средств.

$$\mathbf{ЭФР = (РА - П) \cdot (1 - Т) \cdot ПФР,}$$

где Т - ставка налога на прибыль,

РА - рентабельность активов по операционной прибыли,

П - проценты по обслуживанию долга,

ПФР - плечо финансового рычага (*представляет собой соотношение собственного (СК) и заемного капитала (ЗК):*

$$ПФР = ЗК / СК)$$

Дифференциал финансового рычага (ДФР) представляет собой разницу между рентабельностью активов (РА) по операционной прибыли и ставкой по обслуживанию долга (процентов за кредит) (П):

$$ДФР = РА - П.$$

## Этап 4. Разработка мероприятий по оптимизации структуры капитала

- ▶ **Принятие решений и формирование стратегий развития бизнеса обусловлено:**
  - ▶ умением распределить прибыль между владельцами, кредиторами и реинвестированием в бизнес;
  - ▶ оптимизацией структуры капитала с выбором и сохранением пропорций между собственным и долгосрочным заемным капиталом.
- ▶ Принято считать рациональным, если внеоборотные активы на 50% финансируются за счет собственного капитала и на 50% - за счет долгосрочных займов.
- ▶ Собственный капитал целесообразно вкладывать в расширение бизнеса, приобретение ценных бумаг, долевое участие в других фирмах и т.п. *Отвлечение собственного капитала на эти направления возмещается заемными средствами. С другой стороны, рост процентных ставок на рынке долгосрочных кредитов будет стимулировать увеличение собственного капитала.*
- ▶ Принято считать оптимальным, если внеоборотные активы приобретаются за счет собственного капитала, оборотные на 1/4 за счет долгосрочных займов, на 3/4 — за счет краткосрочных ссуд. Считается идеальным, если собственный капитал финансирует все внеоборотные и часть оборотных активов.



**Средневзвешенная цена капитала** показывает минимальный возврат средств компании на вложенный в её деятельность капитал или её минимальную рентабельность.

Корпорация может принимать любые решения, в том числе и инвестиционного характера если уровень их рентабельности не ниже текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала



**Необходимые условия для принятия решения компанией**

---



# Направления применения средневзвешенной стоимости капитала

---

**В стратегическом управлении для оценки динамики изменения стоимости организации.**

Для этого WACC сопоставляется с рентабельностью активов (ROA):

➤ если  $WACC > ROA$ , то экономическая добавленная стоимость (EVA) уменьшается и компания «теряет» стоимость.

➤ если  $WACC < ROA$ , то добавленная стоимость компании растет

<b>Индикатор</b>	<b>Пояснение</b>	<b>Стоимость компании</b>
$WACC > ROA$	Компания развивается и увеличивает свою стоимость	EVA ↑
$WACC < ROA$	Затраты на капитал превышают эффективность управления, стоимость компании уменьшается	EVA ↓



## **Цена капитала складывается под влиянием многих факторов, главными из которых являются:**

- ✓ общее состояние финансовой среды, в том числе финансовых рынков;
- ✓ конъюнктура товарного рынка;
- ✓ средняя ставка ссудного процента, сложившаяся на финансовом рынке;
- ✓ доступность различных источников финансирования для конкретных компаний;
- ✓ рентабельность операционной деятельности компании;
- ✓ уровень операционного рычага;
- ✓ уровень концентрации собственного капитала;
- ✓ соотношение объемов операционной и инвестиционной деятельности;
- ✓ степень риска осуществляемых операций;
- ✓ отраслевые особенности деятельности компании, в том числе длительность производственного и операционного циклов.

## **Направления применения средневзвешенной стоимости капитала**

---

### ***В оценке сделок слияния и поглощения M&A***

Для этого WACC компании после слияния сравнивают с суммой WACC всех компаний до объединения.

### ***В оценке бизнеса***

Как ставка дисконтирования в оценке ключевых показателей бизнес плана

## **Применения модели WACC можно разбить на два направления:**

- ❖ для оценки ставки дисконтирования
  - ❖ для оценки эффективности управления капиталом компании
- 



**Вопрос для самостоятельного  
изучения**

**ТЕОРИИ СТРУКТУРЫ  
КАПИТАЛА**

# Подходы к оптимизации структуры капитала

---

традиционали-  
стская  
концепция

концепция  
индифферен-  
тности

компромиссная  
концепция

концепция  
противоречия  
интересов

---



# Традиционалистская концепция

Исходной теоретической посылкой этой концепции является утверждение, что стоимость собственного капитала корпорации всегда выше стоимости заемного капитала.

Последователи данного подхода считают:

- а) *стоимость капитала организации зависит от его структуры;*
  - б) *существует оптимальная структура капитала, минимизирующая значение WACC и, следовательно, максимизирующая рыночную стоимость организации.*
- 



## **В соответствии с традиционным подходом оптимальная структура капитала существует, и стоимость капитала зависит от его структуры**

---

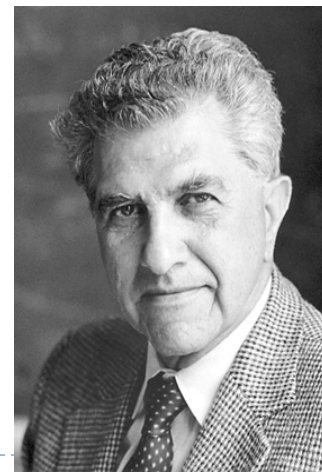
- ▶ средневзвешенная стоимость капитала зависит от стоимости его составляющих, обобщенно подразделяемых на два вида - *собственный и заемный капитал*;
  - ▶ в зависимости от структуры капитала стоимость каждого из этих источников меняется, причем темпы изменения различны;
  - ▶ небольшое увеличение доли заемных средств не вызывает немедленной реакции акционеров в плане увеличения требуемой доходности, однако при превышении некоторого порога безопасности ситуация меняется и акционеры начинают требовать большей доходности для компенсации риска (т.е. происходит увеличение стоимости собственного капитала);
  - ▶ с ростом доли заемных средств стоимость заемного капитала сначала остается неизменной, а потом также начинает возрастать;
  - ▶ поскольку стоимость заемного капитала в среднем ниже, чем стоимость собственного капитала, то существует оптимальная структура капитала, при которой показатель WACC имеет минимальное значение, а рыночная стоимость организации соответственно будет максимальной
-

# Концепция индифферентности

Основу концепции индифферентности структуры капитала составляет положение о невозможности оптимизации структуры капитала ни по критерию минимизации средневзвешенной его стоимости, ни по критерию максимизации рыночной стоимости организации, так как она не оказывает влияния на формирование этих показателей.



**Основоположники  
американские экономисты  
Ф. Модильяни и М. Миллер**



# Функционирование рынка капитала ограничено рядом условий

---

- ▶ Рынок на всех этапах своего функционирования и во всех своих сегментах является «совершенным», что подразумевает полную его конкурентность, широкую доступность информации о его конъюнктуре для всех участников рынка, а также рациональный характер их поведения.
  - ▶ На рынке действует в рассматриваемом периоде времени единая для всех инвесторов и кредиторов безрисковая ставка процента на вкладываемый или передаваемый в ссуду капитал.
  - ▶ Все организации, функционирующие на рынке, могут быть классифицированы по уровню риска своей хозяйственной деятельности только на основе показателей размера ожидаемого дохода на сформированные совокупные активы и степени вероятности его получения. Риски, связанные с составом элементов используемого капитала и создающие потенциальную угрозу потери части активов в процессе его банкротства и ликвидации (эти потери активов характеризуются термином «издержки банкротства»), в расчет при этом не принимаются.
  - ▶ Стоимость любого элемента привлекаемого (используемого) капитала не связана с действующей системой налогообложения прибыли организации.
  - ▶ В расчет стоимости отдельных элементов капитала не включаются расходы, связанные с его покупкой-продажей (так называемые «транзакционные расходы» или «операционные расходы по формированию капитала»).
- 



# Компромиссная концепция

Структура капитала составляет положение о том, что она формируется под воздействием ряда противоречивых условий, определяющих соотношение уровня доходности и риска использования капитала организации, которые в процессе оптимизации его структуры должны быть учтены путем соответствующего компромисса их комплексного воздействия.

*Концепция, основана на  
исследованиях  
М. Миллера, Х. Де-Анжело,  
Р. Масюлиса, Дж. Уорнера  
и некоторых других современных  
экономистов*



# Условия функционирования экономики и рынка

---

- ▶ Реально функционирующая экономика не может не учитывать фактор налогообложения прибыли, что существенным образом влияет на формирование стоимости отдельных элементов капитала, а следовательно, и его структуру.
  - ▶ В процессе оценки стоимости отдельных элементов капитала должен обязательно учитываться риск банкротства, связанный с несовершенной структурой формируемого капитала. С повышением удельного веса заемного капитала во всех его формах вероятность банкротства усиливается.
  - ▶ Стоимость отдельных элементов капитала из внешних источников включает не только расходы по его обслуживанию в процессе использования, но и первоначальные затраты по его привлечению (операционные расходы по формированию капитала).
- 



# Концепция противоречия интересов

При формировании структуры капитала составляет положение о различии интересов и уровня информированности собственников, кредиторов и менеджеров в процессе управления эффективностью использования капитала, выравнивание которых вызывает увеличение стоимости отдельных элементов капитала.

*Авторы отдельных положений этой концепции:*

*М. Гордон, М. Дженсен, У. Миклинг,  
Д. Галлей, Р. Масюлис, С. Майерс и др.*

***не изменяя принципиально сущности  
компромиссной концепции, существенно  
расширили область ее практического применения  
за счет включения новых факторов.***



## **Сущность концепции противоречия интересов при формировании капитала составляют три теории.**

---

- ▶ Теория асимметричной информации.
  - ▶ Теория сигнализирования (сигнальная теория) является логическим развитием теории асимметричной информации.
  - ▶ Теория мониторинговых затрат (теория затрат на осуществление контроля) базируется на различии интересов и уровня информированности собственников и кредиторов организации
- 

