



# Финансовая политика предприятия

# Тема 1. Капитал и финансовая политика предприятия

# Трактовки понятия «капитал»

- **Экономический подход** — физическая концепция капитала, который представляет собой совокупность ресурсов (реальных и финансовых), равен активу баланса предприятия;
- **Бухгалтерский подход** — финансовая концепция капитала, который определяется как интерес собственников в активах предприятия, т.е. равен сумме чистых активов (III «Капитал и резервы» раздел баланса);
- **Учетно-аналитический подход** — комбинация предыдущих подходов, рассматривающая активный и пассивный капитал. Капитал представляет собой сумму III «Капитал и резервы» и IV «Долгосрочные обязательства» разделов баланса



[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

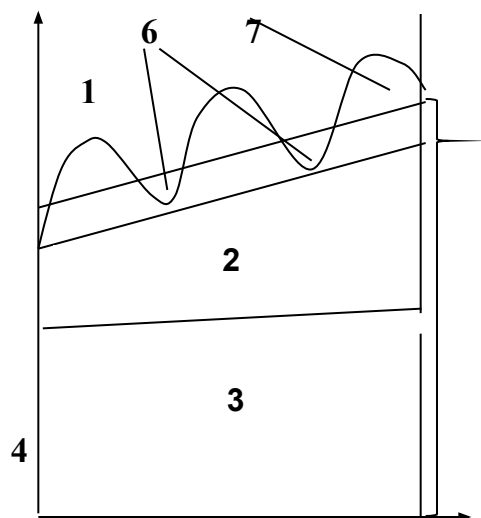
# Финансовая политика и ее виды

- **Финансовая политика** – комплекс подходов и мер по управлению финансовыми активами и источниками финансирования деятельности предприятия с целью обеспечения его финансовой устойчивости и положительной рентабельности в краткосрочной и долгосрочной перспективе.
- **Долгосрочная финансовая политика** направлена на управление долгосрочными источниками средств предприятия – собственным капиталом и долгосрочными обязательствами, которые в рамках финансового анализа приравниваются к собственным средствам.
- **Краткосрочная финансовая политика** решает вопросы управления краткосрочными обязательствами предприятия и оборотными средствами финансового характера (денежные средства и краткосрочные финансовые вложения, дебиторская задолженность). Срок действия управленческих решений – в пределах финансового года или одного операционного цикла предприятия, если он больше года.

# Стратегии финансирования активов предприятия

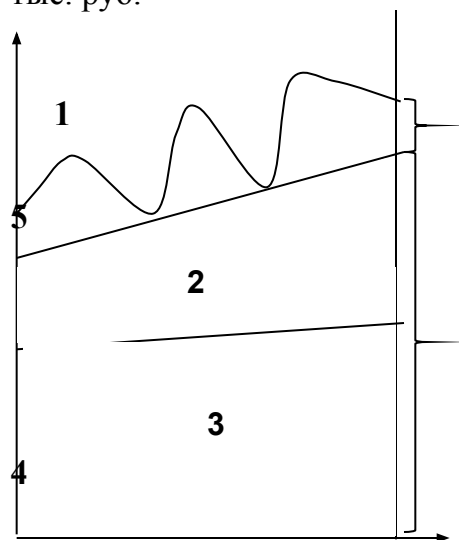
## 1. Консервативная

тыс. руб.



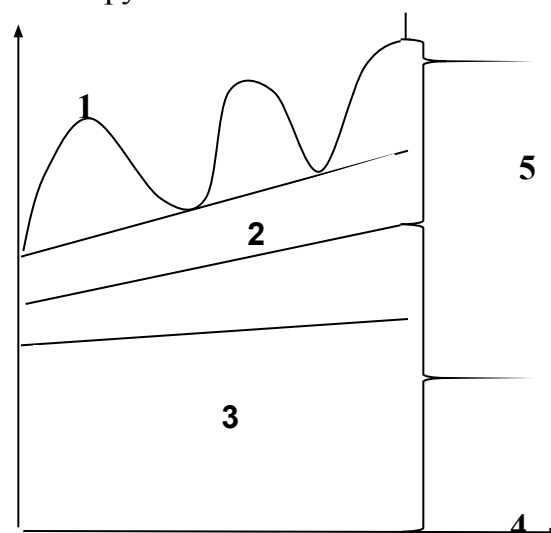
## 2. Умеренная

тыс. руб.




## 3. Относительно агрессивная

тыс. руб.



1. – переменная часть оборотных средств, подверженная сезонным и/или конъюнктурным колебаниям;
2. – постоянная часть оборотных средств;
3. – основные средства;
4. – устойчивые источники финансирования (собственный капитал, долгосрочные обязательства и спонтанная кредиторская задолженность);
5. – краткосрочные кредиты и займы;
6. – вложения в ценные бумаги (деPOSITные счета);
7. – продажа ценных бумаг, привлечение краткосрочных кредитов для финансирования пиковых потребностей.

время



## Тема 2. Определение цены долгосрочного капитала компании

# Показатели рентабельности капитала

Показатели рентабельности характеризуют эффективность использования собственного капитала, долгосрочного капитала компании и всех активов в целом.

1. Рентабельность общих активов :

$$ROA = \frac{NI + IE}{TA}$$

2. Рентабельность долгосрочного капитала:

$$ROI = \frac{NI + IE}{TA - CL}$$

3. Рентабельность собственного капитала :

$$ROE = \frac{NI}{E}$$

где NI — чистая прибыль (доступная к распределению среди собственников);  
IE — проценты к уплате;  
TA — совокупный объем активов (итог баланса-нетто);  
CL — краткосрочные обязательства.



# Определение цены собственного капитала предприятия

Метод прироста дивидендов (модель Гордона) определяет цену акционерного капитала компании исходя из гипотезы, что текущая стоимость акции определяется будущей стоимостью дивидендных выплат по ней. В случае, если дивиденды имеют некоторый темп прироста, формула приобретает вид:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_t)^t} = \frac{D_0 \times (1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

где  $P_0$  – рыночная стоимость акции;  $D_t$  – ожидаемые дивиденды;  
 $r_t$  – требуемая акционером доходность;  $t$  – количество лет;  
 $D_0$  – только что выплаченный дивиденд;  $D_1$  – дивиденд будущего года;  
 $g$  – темп прироста дивидендов

При этом требуемая акционером доходность на вложенный капитал (приобретенную акцию) и будет представлять собой цену собственного капитала компании  $R_E$ :

$$r = R_E = \frac{D_1}{P_0} + g$$

# Определение цены собственного капитала предприятия (2)

При применении метода оценки финансовых активов (модель CAPM) цена акционерного капитала определяется как необходимая доходность вложений инвесторов на фондовом рынке в акции данного предприятия:

$$R_E = R_f + \beta_e \times (R_m - R_f)$$

где  $R_f$  – величина процентной ставки по безрисковым вложениям (доходность государственных ценных бумаг);

$(R_m - R_f)$  – величина надбавки за риск;

$\beta_e$  – коэффициент систематического риска, показывающий чувствительность данной ценной бумаги к общему изменению фондового рынка.

Оценка стоимости собственного капитала компании в части привилегированных акций упрощается тем, что по ним выплачивается фиксированный дивиденд, не зависящий от результатов деятельности

компании:

$$R_P = \frac{D}{P_o}$$

где  $D$  – фиксированное значение дивиденда.

# Преимущества и недостатки заемного финансирования

Основными видами долгосрочного заемного капитала являются облигационные займы и долгосрочные кредиты.

В обычных условиях финансовых рынков заемный капитал является более дешевым источником по сравнению с собственным капиталом, что позволяет снизить цену всего инвестированного капитала компании.

Привлечение заемных средств позволяет собственникам и менеджменту предприятия существенно увеличить объем контролируемых финансовых ресурсов и увеличить инвестиционные возможности предприятия.

Однако при этом возрастает финансовый риск потери собственниками контроля за предприятием (вероятность банкротства).

Выплаты по заемным средствам являются фиксированными, независимо от финансовых результатов деятельности предприятия и могут усугублять убытки предприятия.

# Определение цены

## долгосрочных заемных средств

В случае привлечения долгосрочного банковского кредита его стоимость  $R_d$  определяется сразу, как процентная ставка по соответствующему кредитному договору.

Если заем сопровождался эмиссией облигаций, то ценой заемного капитала будет считаться общая доходность облигаций к погашению, которая рассчитывается как отношение среднегодового дохода к средней цене ее приобретения:

$$R_D^{obl} = \frac{D_{куп} + (M - P)/n}{(M + P)/2}$$

где  $D_{куп}$  – купонный процентный доход;

$M$  – номинал облигации;

$P$  – рыночная стоимость облигации;

$n$  – число периодов до погашения облигации.

Более простым способом является определение текущей доходности облигации  $R_D^{obl} = (M \times p) / P$

где  $p$  – купонная ставка, %

# Тема 3. Средневзвешенная цена капитала и оценка инвестиционных проектов

# Расчет средневзвешенной цены капитала компании (WACC)

Средневзвешенная цена капитала компании (WACC) представляет собой общую стоимость ее собственных и заемных средств с учетом удельного веса каждой из составляющих. Базовая формула для определения средневзвешенной цены капитала будет иметь вид:

$$WACC = E/V \times R_E + D/V \times R_D \times (1 - T_C)$$

где

$E/V$  – удельный вес собственного капитала в общем капитале компании;

$R_E$  – цена собственного капитала компании;

$D/V$  – удельный вес заемного капитала в общем капитале компании;

$R_D$  – цена заемного капитала компании;

$(1 - T_C)$  – корректирующий множитель, учитывающий ставку налога на прибыль.

Введение корректирующего множителя вызвано необходимостью приведения процентов по заемным средствам, включаемым в себестоимость и необлагаемым налогом на прибыль, к выплатам дивидендов из чистой прибыли после налогообложения, которые определяют цену собственного капитала компании.

# Использование WACC для оценки инвестиций компании

Исходя из логики показателя, WACC представляет собой общую прибыль которую должна заработать фирма на существующих капиталах для поддержания стоимости своих акций - или нижний порог рентабельности активов и операций компании. Если вложения будут осуществляться под меньший процент, то компания может понести убытки, что приведет к снижению ее собственного капитала.

В частном случае WACC можно использовать в качестве ставки сравнения для оценки эффективности инвестиционного проекта компании, для чего рассчитывается показатель его чистой текущей стоимости:

$$NPV = -PV_0 + PV_1 = -PV_0 + \sum_{i=1}^n \frac{NCF_i}{(1+WACC)^i}$$

где

$PV_0$  – начальные инвестиционные затраты проекта согласно проектно-сметной документации;

$PV_1$  – приведенная стоимость будущих денежных поступлений (доходов) проекта;

$NCF_i$  – чистый денежный поток по операционной деятельности (доходы) проекта;

$i$  – число лет реализации проекта.

# Дополнительные издержки по привлечению средств.

## Действительная стоимость проекта

Для оценки эффективности инвестиционного проекта компании надо учитывать как средневзвешенную стоимость капитала, направляемого на его реализацию, так и дополнительные издержки по привлечению долгосрочных ресурсов с рынка капиталов, связанные с подготовкой и размещением дополнительной эмиссии акций или облигаций:

$$f_A = \frac{E}{V} \times f_E + \frac{D}{V} \times f_D$$

где  $E/V$  – удельный вес средств, привлекаемых за счет эмиссии акций, в общем объеме ресурсов, необходимых для реализации проекта;

$f_E$  – издержки, связанные с размещением акций, % от объема эмиссии;

$D/V$  – удельный вес средств, привлекаемых за счет выпуска облигаций, в общем объеме ресурсов, необходимых для реализации проекта;

$f_D$  – издержки, связанные с выпуском облигаций, % от объема эмиссии.

Расчетная стоимость проекта, увеличенная на сумму дополнительных издержек по привлечению ресурсов, называется *действительной стоимостью проекта*:

$$PV_0^{\text{ДЕЙСТВ}} = \frac{PV_0}{1 - f_A}$$



# Особенности расчета WACC в российских условиях

1. Особенность, вызванная спецификой финансового рынка: приоритетом краткосрочных источников финансирования над долгосрочными. Банки охотнее предоставляют краткосрочные займы с возможностью их дальнейшего переоформления, чем долгосрочные кредиты на развитие производства. Облигационные займы используют в основном крупные компании с большими оборотами. В связи с этим расчет WACC необходимо проводить по всей структуре баланса, включая краткосрочные обязательства.
2. Особенность включения процентов по заемным средствам в себестоимость продаж (ст.269 НК РФ): проценты полностью включаются в себестоимость, если заемные средства получены на обычных (сопоставимых по суммам, срокам, процентам и обеспечению) условиях. В ином случае сумма включения в себестоимость ограничивается ставкой рефинансирования ЦБ РФ, увеличенной в 1,1 раза, по рублевым, или 15% ставкой по валютным обязательствам.

$$WACC = \frac{E}{V} \times R_E + \frac{D}{V} \times (R_D - 1,1R_{\text{ЦБ}} \times T_C)$$

где

$R_{\text{цб}}$  – ставка рефинансирования Центрального банка РФ.



# Тема 4. Оптимизация структуры капитала компании

# Влияние структуры капитала на стоимость предприятия

С точки зрения доходного метода оценки компании как дисконтированной стоимости будущих денежных потоков стоимость предприятия без привлечения займа на неограниченном временном интервале определяется по формуле:

$$V_U = \frac{EBIT \times (1 - T_C)}{R_U}$$

где

EBIT – доходы предприятия до выплаты процентов и доходов;  $T_C$  – ставка налога на прибыль;  $R_U$  – стоимость капитала компании без привлечения займа.

В случае привлечения займа стоимость компании за счет снижения налогооблагаемой базы и налога на прибыль, вырастет на текущую стоимость снижения налоговых выплат:

$$V_L = V_U + PV = V_U + \frac{T_C \times D \times R_U}{R_D} = V_U + T_C \times D$$

где PV – текущая (приведенная) стоимость экономии на налогах; D – размер займа;  $R_D$  – стоимость займа.

*Приведенная формула является 1-ой теоремой Модильяни и Миллера (M&M) с учетом корпорационных налогов.*

# Структура капитала и рентабельность акционерного капитала

*Вторая теорема Модильяни-Миллера* характеризует повышение рентабельности акционерного капитала в случае увеличения удельного веса заемных средств, и в обиходе получила название «эффекта финансового рычага». Для ее вывода необходимо использовать базовую формулу средневзвешенной цены капитала компании, при условии, что она является минимальным уровнем рентабельности активов предприятия в целом ( $R_A$ ):

$$R_E = R_A + (R_A - R_D) \times \frac{D}{E} \times (1 - T_C)$$

В частном случае, применительно к варианту, когда компания использовала только собственные средства, а затем снизила их удельный вес за счет привлечения заемных, можно в предыдущей формуле использовать обозначение  $R_U$ , т.е. цену капитала компании без использования займов:

$$R_E = R_U + (R_U - R_D) \times \frac{D}{E} \times (1 - T_C)$$

Таким образом, рентабельность акционерного капитала компании определяется рентабельностью активов, который определяется характером операций предприятия и их **деловым риском**. Вторая составляющая  $R_E$  определяется финансовой структурой компании (плечом «финансового рычага») и несет в себе **финансовый риск** акционерного капитала компании.

# Ограничения по привлечению займов: издержки финансового

## ИСТОЩЕНИЯ

Следствиями теорем Модильяни-Миллера является то, что финансирование путем привлечения займов выгодно для предприятия – его стоимость растет, снижается средневзвешенная цена капитала компании, увеличивается рентабельность акционерного капитала.

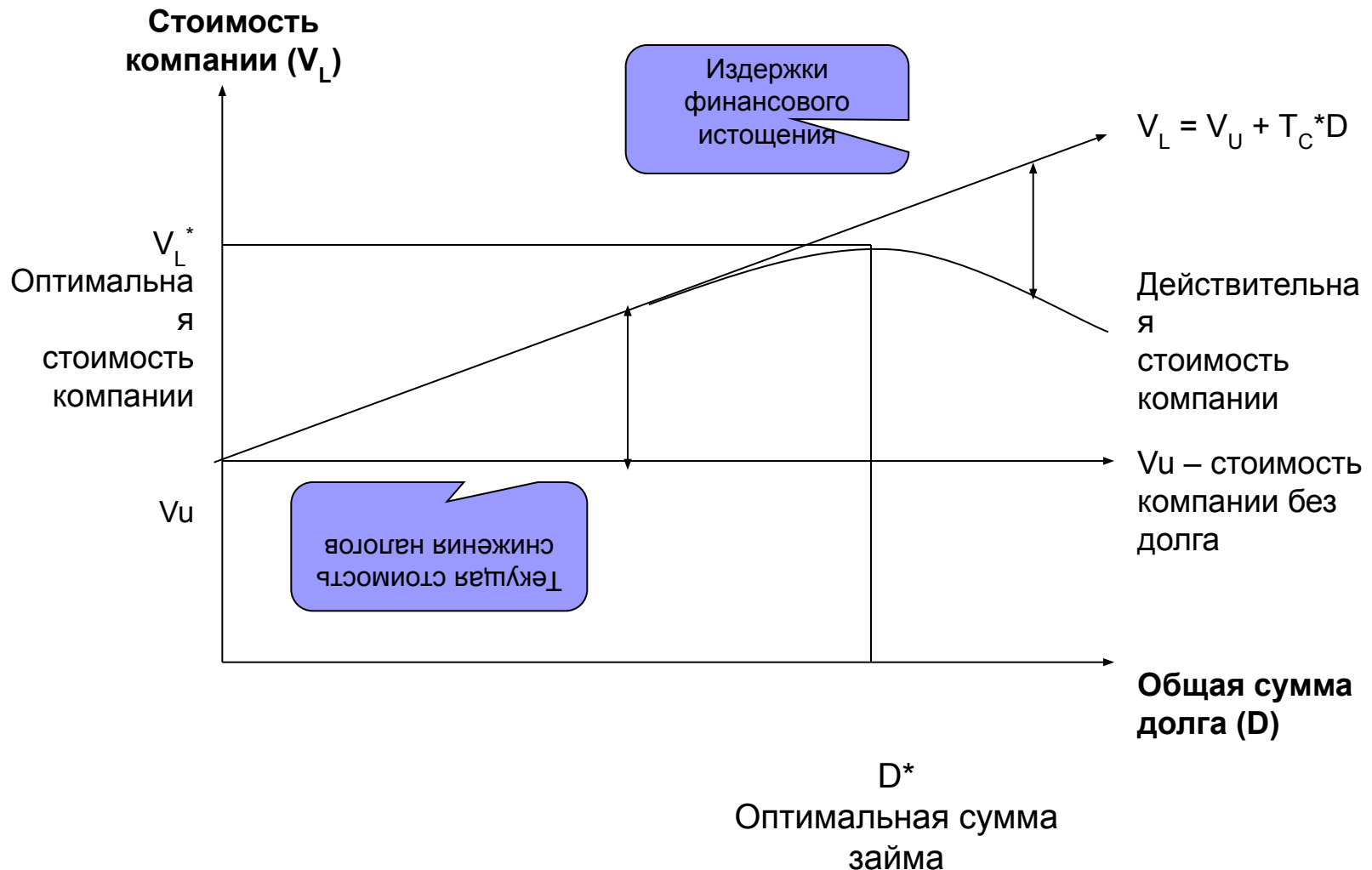
Однако при чрезмерном увеличении удельного веса заемных средств в капитале возрастает финансовый риск и вероятность банкротства, издержки по которому могут перекрыть налоговые выгоды от привлечения займов.

**Издержки финансового истощения** включают в себя прямые и косвенные издержки по банкротству. До тех пор, пока компания юридически не станет банкротом, акционеры будут предпринимать ряд действий в защиту своих экономических интересов.

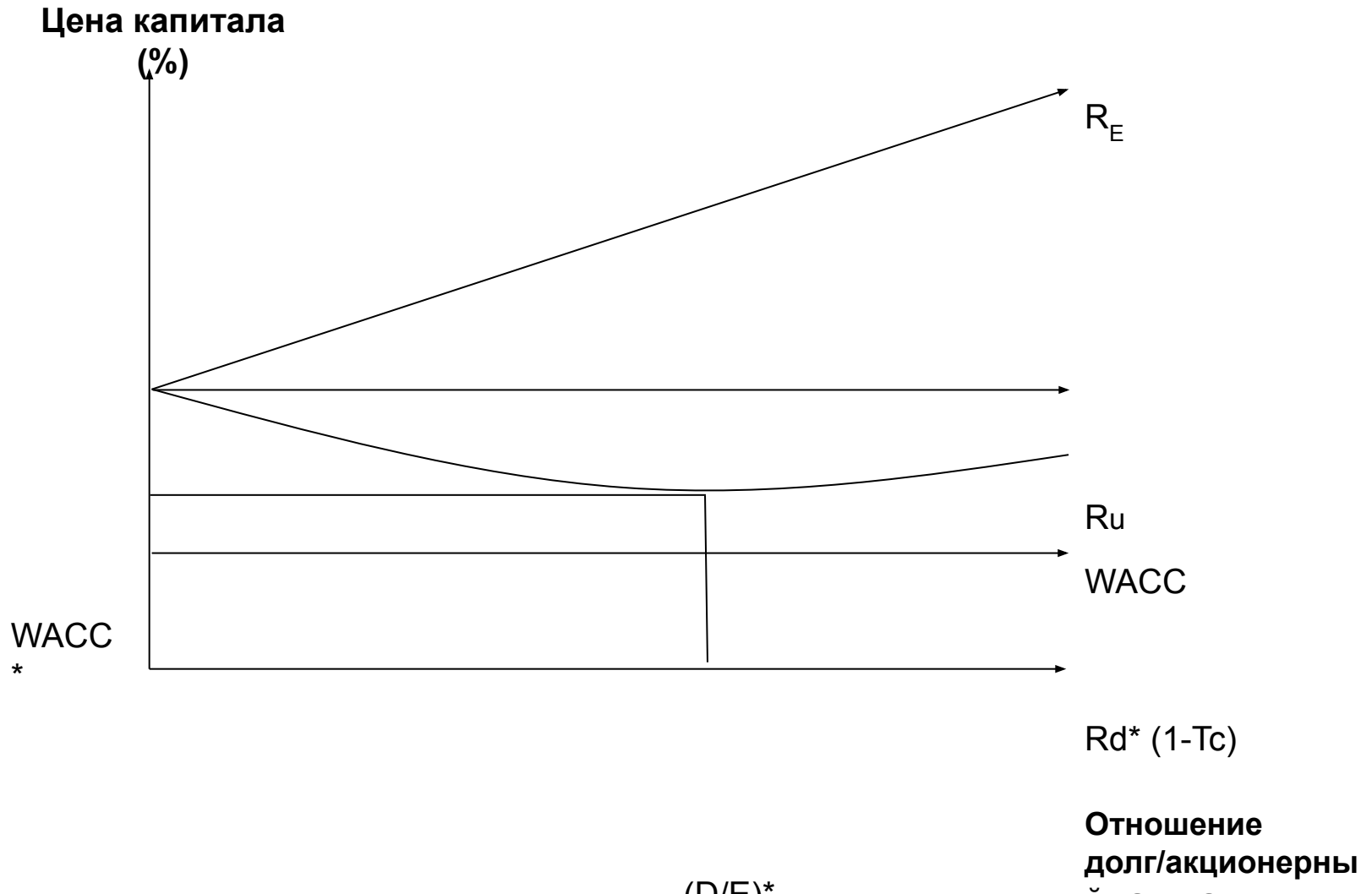
Связанные с этим расходы получили название **косвенных издержек по банкротству**, и они связаны, главным образом, с уклонением от подачи официального уведомления о банкротстве со стороны компании, испытывающей финансовые трудности.

В случае же невыплат держателям облигаций дело может быть передано в суд, в ходе которого предприятие понесет уже **прямые издержки по банкротству**, включая существенные юридические и административные расходы.

# Компромиссная модель структуры капитала: стоимость компании



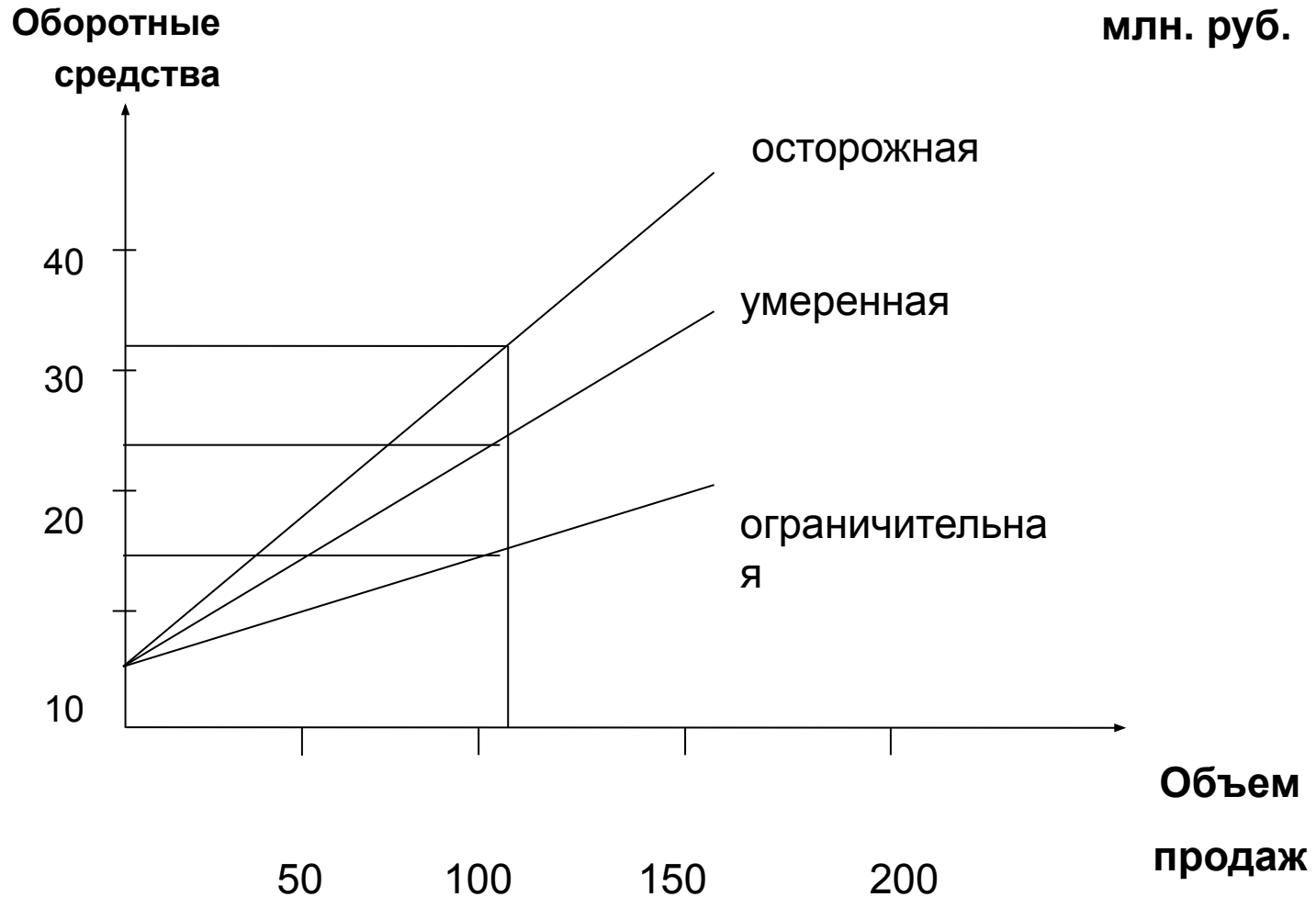
# Компромиссная модель структуры капитала: цена капитала компании

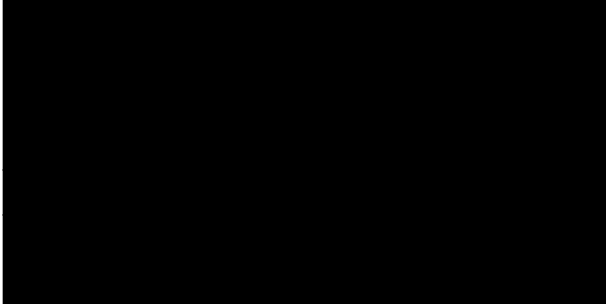
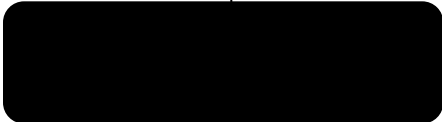
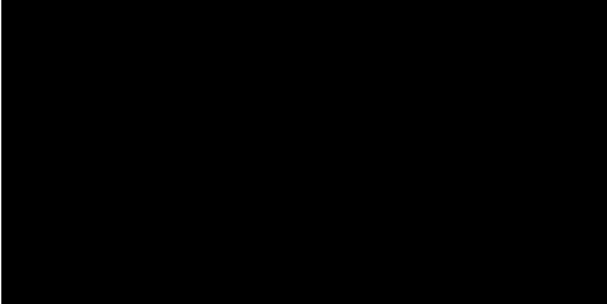
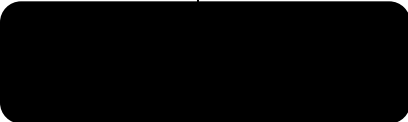
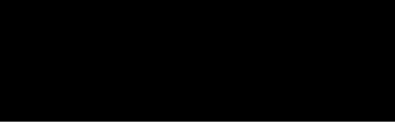
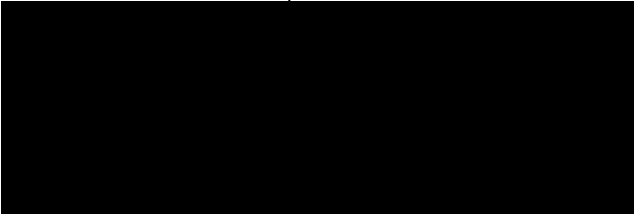
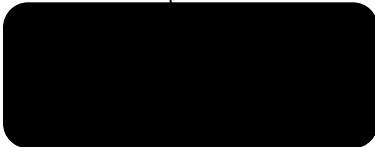
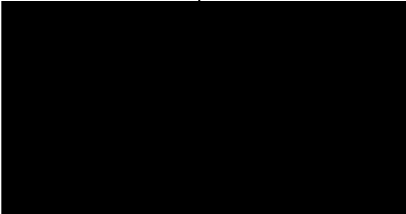
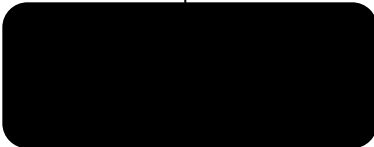
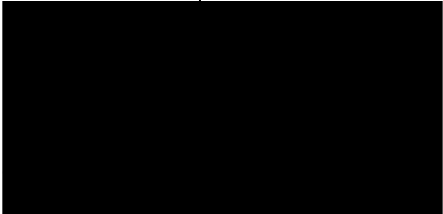


# Тема 5. Управление краткосрочными источниками финансирования оборотных средств



# Альтернативные стратегии инвестиций в оборотные средства





# Кредиторская задолженность как источник финансирования ОА

*Кредиторская задолженность* – наиболее весомая часть краткосрочной задолженности, составляющая примерно 40% краткосрочных обязательств среднего небанковского предприятия (для мелких фирм, не имеющих доступа к другим видам финансирования, этот процент еще выше).

Торговый кредит – спонтанный источник финансирования, т.к. его возникновение зависит лишь от совершаемых сделок. Например, если фирма приобретает сырье исходя из потребности в 2,000 €/день на условиях оплаты в 30-дневный срок, то в ее распоряжении 30-дневный кредит в виде кредиторской задолженности на сумму €60,000.

Фирмы, осуществляющие продажу в кредит, придерживаются определенной кредитной политики. Основными условиями торгового кредита является размер скидки и срок ее действия, а также полный срок оплаты счетов («2/10, до 30»).

В этом случае у компании-покупателя есть выбор – пользоваться скидкой, осуществляя платежи в течение срока ее действия (10 дней), или оплачивать полную стоимость счетов, воспользовавшись максимальным временем отсрочки платежа (30 дней). Это приведет к получению предприятием дополнительного торгового кредита в виде увеличения кредиторской задолженности. Цена такого кредита определяется размером скидки, от которой компания отказывается.