

Тема 5. Структура капитала и дивидендная политика.

1. Экономическая сущность и классификация капитала предприятия.

С позиций финансового менеджмента **капитал предприятия характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.**

Рассматривая экономическую сущность капитала предприятия, следует в первую очередь отметить такие его характеристики:

1. Капитал предприятия является основным фактором производства. В экономической теории выделяют три основных фактора производства— капитал, землю и другие природные ресурсы; трудовые ресурсы.

2. Капитал характеризует финансовые ресурсы предприятия, приносящие доход. В этом своем качестве капитал может выступать изолированно от производственного фактора — в форме ссудного капитала, обеспечивающего формирование доходов предприятия не в производственной (операционной), а в финансовой (инвестиционной) сфере его деятельности.

3. Капитал является главным источником формирования благосостояния его собственников. Он обеспечивает необходимый уровень этого благосостояния как в текущем, так и в перспективном периоде. Потребляемая в текущем периоде часть капитала выходит из его состава, будучи направленной на удовлетворение текущих потребностей его владельцев (т.е. переставая выполнять функции капитала). Накапливаемая часть призвана обеспечить удовлетворение потребностей его собственников в перспективном периоде.

4. Капитал предприятия является главным измерителем его рыночной стоимости. В этом качестве выступает прежде всего собственный капитал предприятия, определяющий объем его чистых активов. Вместе с тем, объем используемого предприятием собственного капитала характеризует одновременно и потенциал привлечения им заемных финансовых средств, обеспечивающих получение дополнительной прибыли. В совокупности с другими, менее значимыми факторами, это формирует базу оценки рыночной стоимости предприятия.

5. Динамика капитала предприятия является важнейшим барометром уровня эффективности его хозяйственной деятельности. Способность собственного капитала к самовозрастанию высокими темпами характеризует высокий уровень формирования и эффективное распределение прибыли предприятия, его способность поддерживать финансовое равновесие за счет внутренних источников.

Капитал предприятия характеризуется не только своей многоаспектной сущностью, но и многообразием обликов, в которых он выступает. Под общим понятием „капитал предприятия" понимаются самые различные его виды, характеризующиеся в настоящее время несколькими десятками терминов. Все это требует определенной систематизации используемых терминов.

Рассмотрим отдельные виды капитала предприятия в соответствии с приведенной их систематизацией по основным классификационным признакам.

1. По принадлежности предприятию выделяют:

Собственный капитал характеризует общую стоимость средств предприятия, принадлежащих ему на правах собственности и используемых им для формирования определенной части его активов. Эта часть активов, сформированная за счет инвестированного в них собственного капитала, представляет собой чистые активы предприятия.

Заемный капитал характеризует привлекаемые для финансирования развития предприятия на возвратной основе денежные средства или другие имущественные ценности.

2. По целям использования в составе предприятия различают:

Производительный капитал характеризует средства предприятия, инвестированные в его операционные активы для осуществления производственно-сбытовой его деятельности.

Ссудный капитал представляет собой ту его часть, которая используется в процессе инвестирования в денежные инструменты (краткосрочные и долгосрочные депозитные вклады в коммерческих банках), а также в долговые фондовые инструменты (облигации, депозитные сертификаты, векселя и т.п.)

Спекулятивный капитал характеризует ту его часть, которая используется в процессе осуществления спекулятивных (основанных на разнице в ценах) финансовых операций (приобретение деривативов в спекулятивных целях и т.п.).

3. По формам инвестирования различают капитал в денежной, материальной и нематериальной формах, используемый для формирования уставного фонда предприятия. Инвестирование капитала в этих формах разрешено законодательством при создании новых предприятий, увеличении объема их уставных фондов.

4. По объекту инвестирования выделяют:

Основной капитал характеризует ту часть используемого предприятием капитала, который инвестирован во все виды его внеоборотных активов.

Оборотный капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована предприятием в его оборотные активы.

5. По форме нахождения в процессе кругооборота, т.е. в зависимости от стадий общего цикла этого кругооборота, различают капитал предприятия в денежной, производственной и товарной его формах.

6. По формам собственности выявляют частный и государственный капитал, инвестированный в предприятие в процессе формирования его уставного фонда.

7. По организационно-правовым формам деятельности выделяют следующие виды капитала: акционерный капитал (капитал предприятий, созданных в форме акционерных обществ); паевой капитал (капитал партнерских предприятий — обществ с ограниченной ответственностью, коммандитных обществ и т.п.) и индивидуальный капитал (капитал индивидуальных предприятий — семейных и т.п.).

8. По характеру использования в хозяйственном процессе в практике финансового менеджмента выделяют работающий и неработающий виды капитала.

Работающий капитал характеризует ту его часть, которая принимает непосредственное участие в формировании доходов и обеспечении операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Неработающий (или „мертвый“) капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована в активы, не принимающие непосредственного участия в осуществлении различных видов хозяйственной деятельности предприятия и формировании его доходов

9. По характеру использования собственниками выделяют потребляемый («проедаемый») и накапливаемый (реинвестируемый) виды капитала.

Потребляемый капитал после его распределения на цели потребления теряет функции капитала.

Накапливаемый капитал характеризует различные формы его прироста в процессе капитализации прибыли, дивидендных выплат и т.п.

9. По источникам привлечения различают **национальный** (отечественный) и **иностраный** капитал, инвестированный в предприятие.

В процессе кругооборота капитал предприятия проходит три стадии.

На первой стадии капитал в денежной форме инвестируется в операционные активы (оборотные и внеоборотные), преобразуясь тем самым в производительную форму.

На второй стадии производительный капитал преобразуется в товарную форму (включая и форму произведенных услуг).

На третьей стадии товарный капитал по мере реализации произведенных товаров и услуг превращается в денежный капитал,

Средняя продолжительность оборота капитала предприятия характеризуется периодом его оборота в днях (месяцах, годах). Кроме того этот показатель может быть выражен числом оборотов на протяжении рассматриваемого периода.

Рассмотренные классификация и особенности функционирования капитала предприятия позволяют более целенаправленно управлять эффективностью его формирования и использования.

2. Принципы формирования и оценки стоимости капитала.

Уровень эффективности хозяйственной деятельности предприятия во многом определяется целенаправленным формированием его капитала. Основной целью формирования капитала предприятия является удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизация его структуры с позиций обеспечения условий эффективного его использования.

С учетом этой цели процесс формирования капитала предприятия строится на основе следующих принципов.

1. Учет перспектив развития хозяйственной деятельности предприятия. Процесс формирования объема и структуры капитала подчинен задачам обеспечения его хозяйственной деятельности не только на начальной стадии функционирования предприятия, но и в ближайшей перспективе,

2. Обеспечение соответствия объема привлекаемого капитала объему формируемых активов предприятия. Общая потребность в капитале предприятия основывается на его потребности в оборотных и внеоборотных активах.

Эта общая потребность в капитале, необходимом для создания нового предприятия, включает две группы предстоящих расходов: 1) предстартовые расходы; 2) стартовый капитал.

Предстартовые расходы по созданию нового предприятия представляют собой относительно небольшие суммы финансовых средств, необходимые для разработки бизнес-плана и финансирования связанных с этим исследований.

Стартовый капитал предназначен для непосредственного формирования активов нового предприятия с целью начала его хозяйственной деятельности.

При определении общей потребности в капитале вновь создаваемого предприятия используются обычно два основных метода:

Прямой метод расчета общей потребности в капитале основывается на определении необходимой суммы активов, позволяющих новому предприятию начать хозяйственную деятельность. Этот метод расчета исходит из алгоритма: общая сумма активов равна общей сумме инвестируемого капитала.

Косвенный метод расчета общей потребности в капитале основывается на использовании показателя „капиталоемкость продукции“. Он рассчитывается в разрезе отраслей и подотраслей экономики путем деления общей суммы используемого капитала (собственного и заемного) на общий объем произведенной (реализованной) продукции. При этом общая сумма используемого капитала определяется как средняя в рассматриваемом периоде.

Этот метод дает лишь приблизительную оценку потребности в капитале, так как показатель среднеотраслевой капиталоемкости продукции существенно колеблется в разрезе предприятий под влиянием отдельных факторов. Основными из таких факторов являются: а) размер предприятия; б) стадия жизненного цикла предприятия; в) прогрессивность используемой технологии; г) прогрессивность используемого оборудования; д) степень физического износа оборудования; е) уровень использования производственной мощности предприятия и ряд других.

Поэтому более точную оценку потребности в капитале для создания нового предприятия при использовании этого метода расчета можно получить в том случае, если для вычисления будет применен показатель капиталоемкости продукции на действующих предприятиях-аналогах (с учетом вышеперечисленных факторов).

Расчет общей потребности в капитале вновь создаваемого предприятия на основе показателя капиталоемкости продукции осуществляется по следующей формуле:

$$П_k = K_n \times ОР + ПР_k ,$$

где $П_k$ — общая потребность в капитале для создания нового предприятия;

K_n — показатель капиталоемкости продукции (среднеотраслевой или аналоговый);

ОР— планируемый годовой объем производства продукции; **ПР_к**— предстартовые расходы и другие единовременные затраты капитала, связанные с созданием нового предприятия.

3. Обеспечение оптимальности структуры капитала с позиций эффективного его функционирования. Условия формирования высоких конечных результатов деятельности предприятия в значительной степени зависят от структуры используемого капитала.

Структура капитала представляет собой соотношение собственных и заемных финансовых средств, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности.

Она влияет на коэффициент рентабельности активов и собственного капитала, определяет систему коэффициентов финансовой устойчивости и платежеспособности и в конечном счете формирует соотношение доходности и риска в процессе развития предприятия.

Собственный капитал характеризуется следующими основными **положительными особенностями:**

1.Простотой привлечения.

2.Более высокой способностью генерирования прибыли во всех сферах деятельности, т.к. при его использовании не требуется уплата ссудного процента во всех его формах.

3.Обеспечением финансовой устойчивости развития предприятия, его платежеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно и снижением риска банкротства.

Вместе с тем, ему присущи следующие **недостатки:**

1.Ограниченность объема привлечения.

2.Высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала.

3.Неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств.

Таким образом, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

Заемный капитал характеризуется следующими **положительными особенностями:**

1. Достаточно широкими возможностями, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя.

2. Обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объема его хозяйственной деятельности.

3.Более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта „налогового щита" (изъятия затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль).

4.Способностью генерировать прирост финансовой рентабельности (коэффициента рентабельности собственного капитала).

В то же время использование заемного капитала имеет следующие **недостатки:**

1. Использование этого капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски в хозяйственной деятельности предприятия — риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заемного капитала.

2. Активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую (при прочих равных условиях) норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента.

3. Высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В ряде случаев при снижении средней ставки ссудного процента на рынке использование ранее полученных кредитов (особенно на долгосрочной основе) становится предприятию невыгодным в связи с наличием более дешевых альтернативных источников кредитных ресурсов.

4. Сложность процедуры привлечения (особенно в больших размерах), так как предоставление кредитных средств зависит от решения других хозяйствующих субъектов (кредиторов).

Таким образом, предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства.

4. Обеспечение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников. Такая минимизация осуществляется в процессе управления стоимостью капитала.

5. Обеспечение высокоэффективного использования капитала в процессе его хозяйственной деятельности. Реализация этого принципа обеспечивается путем максимизации показателя рентабельности собственного капитала при приемлемом для предприятия уровне финансового риска.

Среди механизмов управления формированием капитала наиболее сложными являются вопросы минимизации стоимости капитала и оптимизации его структуры, которые требуют более подробного рассмотрения.

Стоимость капитала и принципы его оценки

Стоимость капитала представляет собой цену, которую предприятие платит за его привлечение из различных источников.

Концепция такой оценки исходит из того, что капитал, как один из важных факторов производства, имеет как и другие его факторы, определенную стоимость, формирующую уровень операционных и инвестиционных затрат предприятия. Рассмотрим **основные сферы использования показателя стоимости капитала** в деятельности предприятия.

1. Стоимость капитала предприятия служит мерой прибыльности операционной деятельности. Так как стоимость капитала характеризует часть прибыли, которая должна быть уплачена за использование сформированного или привлеченного нового капитала для обеспечения выпуска и реализации продукции, этот показатель выступает минимальной нормой формирования

операционной прибыли предприятия, нижней границей при планировании ее размеров.

2. Показатель стоимости капитала используется как критериальный в процессе осуществления реального инвестирования. Прежде всего, уровень стоимости капитала конкретного предприятия выступает как дисконтная ставка, по которой сумма чистого денежного потока приводится к настоящей стоимости в процессе оценки эффективности отдельных реальных проектов.

Кроме того, он служит базой сравнения с внутренней ставкой доходности по рассматриваемому инвестиционному проекту — если она ниже, чем показатель стоимости капитала предприятия, такой инвестиционный проект должен быть отвергнут.

3. Стоимость капитала предприятия служит базовым показателем эффективности финансового инвестирования.

4. Показатель стоимости капитала предприятия выступает критерием принятия управленческих решений относительно использования аренды (лизинга) или приобретения в собственность производственных основных средств.

5. Показатель стоимости капитала в разрезе отдельных его элементов используется в процессе управления структурой этого капитала на основе механизма финансового леввериджа. Искусство использования финансового леввериджа заключается в формировании наивысшего его дифференциала, одной из составляющих которого является стоимость заемного капитала. Минимизация этой составляющей обеспечивается в процессе оценки стоимости капитала, привлекаемого из разных заемных источников, и формирования соответствующей структуры источников его использования предприятием.

6. Уровень стоимости капитала предприятия является важнейшим измерителем уровня рыночной стоимости этого предприятия. Снижение уровня стоимости капитала приводит к соответствующему возрастанию рыночной стоимости предприятия и наоборот.

7. Показатель стоимости капитала является критерием оценки и формирования соответствующего типа политики финансирования предприятием своих активов (в первую очередь — оборотных). Исходя из реальной стоимости используемого капитала и оценки предстоящего ее изменения предприятие формирует агрессивный, умеренный (компромиссный) или консервативный тип политики финансирования активов.

Процесс оценки стоимости капитала базируется на следующих основных принципах:

1. Принцип предварительной поэлементной оценки стоимости капитала. Так как используемый капитал предприятия состоит из неоднородных элементов (прежде всего — собственного и заемного их видов, а внутри них — по источникам формирования), в процессе оценки его необходимо разложить на **отдельные составляющие элементы**, каждый из которых должен быть объектом осуществления оценочных расчетов.

Стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде определяется по следующей формуле:

$$СК_{\text{фо}} = \frac{ЧП \times 100}{СК}$$

где $СК_{\text{фо}}$ — стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %;

$ЧП$ — сумма чистой прибыли, выплаченная собственникам предприятия в процессе ее распределения за отчетный период;

$СК$ — средняя сумма собственного капитала предприятия в отчетном периоде,

Стоимость дополнительно привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций рассчитывается по формуле:

$$ССК_{\text{пр}} = \frac{Дпр \times 100}{Кпр \times (1 - ЭЗ)},$$

где $ССК_{\text{пр}}$ — стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, %;

$Дпр$ — сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с контрактными обязательствами эмитента;

$Кпр$ — сумма собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций;

$ЭЗ$ — затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии.

Стоимость дополнительного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), рассчитывается по следующей формуле:

$$ССК_{\text{па}} = \frac{Ка \times Дпа \times ПВт \times 100}{Кпа \times (1 - ЭЗ)},$$

где $ССК_{\text{па}}$ — стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), %;

$Ка$ — количество дополнительно эмитируемых акций;

$Дпа$ — сумма дивидендов, выплаченных на одну простую акцию в отчетном периоде (или выплат на единицу паев), %;

$ПВт$ — планируемый темп выплат дивидендов (процентов по паям), выраженный десятичной дробью;

$Кпа$ — сумма собственного капитала, привлеченного за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев);

$ЭЗ$ — затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии акций (дополнительных паев).

Стоимость заемного капитала в форме банковского кредита оценивается по следующей формуле:

$$СБК = \frac{ПКб \times (1 - Снп)}{1 - ЗПб}$$

где **СБК** — стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, %;

ПКб — ставка процента за банковский кредит, %;

Снп — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ЗПб — уровень расходов по привлечению банковского кредита к его сумме, выраженный десятичной дробью.

Стоимость финансового лизинга оценивается по следующей формуле:

$$\text{СФЛ} = \frac{(\text{ЛС} - \text{НА}) \times (1 - \text{Снп})}{1 - \text{ЗПфл}},$$

где **СФЛ** — стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, %;

ЛС — годовая лизинговая ставка, %;

НА — годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, %;

Снп — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ЗПфл — уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, выраженный десятичной дробью.

Стоимость заёмного капитала, привлекается за счёт эмиссии облигаций определяется по формуле:

$$\text{СОЗк} = \frac{\text{СК} \times (1 - \text{Снп})}{1 - \text{ЭЗо}},$$

где **СОЗк** — стоимость заемного капитала, привлекаемого за счёт эмиссии облигаций, %; **СК** — ставка купонного процента по облигации, %; **Снп** — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; **ЭЗо** — уровень эмиссионных затрат по отношению к объёму эмиссии, выраженный десятичной дробью.

Стоимость товарного кредита, предоставляемого на условиях краткосрочной отсрочки платежа, рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{СТКк} = \frac{(\text{ЦС} \times 360) \times (1 - \text{Снп})}{\text{ПО}},$$

где **СТКк** — стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого на условиях краткосрочной отсрочки платежа, %; **ЦС** — размер ценовой скидки при осуществлении и платежа за продукцию («платежа против документов»), %; **Снп** — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; **ПО** — период предоставления отсрочки платежа за продукцию, в днях.

Стоимость внутренней кредиторской задолженности предприятия учитывается по нулевой ставке, так как представляет собой бесплатное финансирование его хозяйственной деятельности за счёт этого вида заёмного капитала.

2. Принцип обобщающей оценки стоимости капитала.

Поэлементная оценка стоимости капитала служит предпосылкой для обобщающего расчета этого показателя. Таким обобщающим показателем является **средневзвешенная стоимость капитала (ССК)**, которая рассчитывается по формуле:

$$ССК = \sum_{i=1}^n C_i \times Y_i,$$

где C_i – стоимость конкретного элемента капитала;

Y_i – удельный вес конкретного элемента капитала в общей сумме

Исходной базой его формирования являются следующие данные, полученные в процессе поэлементной оценки капитала

3. Принцип сопоставимости оценки стоимости собственного и заемного капитала.

В процессе оценки стоимости капитала следует иметь в виду, что суммы используемого собственного и заемного капитала, отражаемые в пассиве баланса предприятия, имеют несопоставимое количественное значение.

Если предоставленный в использование предприятию заемный капитал в денежной или товарной форме оценен по сумме в ценах приближенных к рыночным, то собственный капитал, отражаемый балансом, по отношению к текущей рыночной стоимости, как правило, существенно занижен.

Для обеспечения сопоставимости и корректности расчетов средневзвешенной стоимости капитала, сумма собственной его части должна быть выражена в текущей рыночной оценке.

4. Принцип динамической оценки стоимости капитала.

Факторы, влияющие на показатель средневзвешенной стоимости капитала, весьма динамичны, поэтому с изменением стоимости отдельных элементов капитала должны вноситься коррективы и в средневзвешенное его значение. Кроме того, принцип динамичности оценки предполагает, что она может осуществляться как по уже сформированному, так и по планируемому к формированию (привлечению) капиталу.

5. Принцип взаимосвязи оценки текущей и предстоящей средневзвешенной стоимости капитала предприятия. Такая взаимосвязь обеспечивается использованием показателя предельной стоимости капитала. Он характеризует уровень стоимости каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой предприятием. Привлечение дополнительного капитала предприятия как за счет собственных, так и за счет заемных источников имеет на каждом этапе развития предприятия свои экономические пределы и, как правило, связано с возрастанием средневзвешенной его стоимости.

Поэтому динамика показателя предельной стоимости капитала должна быть обязательно учтена в процессе управления финансовой деятельностью предприятия.

Сравнивая предельную стоимость капитала с ожидаемой нормой прибыли по отдельным хозяйственным операциям, для которых требуется дополнительное привлечение капитала, можно в каждом конкретном случае определить меру эффективности и целесообразности осуществления таких

операций. В первую очередь это относится к принимаемым инвестиционным решениям.

6. Принцип определения границы эффективного использования дополнительно привлекаемого капитала. Оценка стоимости капитала должна быть завершена выработкой критериального показателя эффективности его дополнительного привлечения. Таким критериальным показателем является **предельная эффективность капитала**. Этот показатель характеризует соотношение прироста уровня прибыльности дополнительно привлекаемого капитала и прироста средневзвешенной стоимости капитала. Расчет предельной эффективности капитала осуществляется по следующей формуле:

$$ПЭК = \frac{\Delta P_k}{\Delta ССК},$$

где **ПЭК** — предельная эффективность капитала;

ΔP_k — прирост уровня рентабельности капитала; $\Delta ССК$ — прирост средневзвешенной стоимости капитала.

Изложенные принципы оценки позволяют сформировать систему основных показателей, определяющих стоимость капитала и границы эффективного его использования.

Среди рассмотренных показателей основная роль принадлежит показателю **средневзвешенной стоимости капитала**. Он складывается на предприятии под влиянием **многих факторов**, основными из которых являются:

— средняя ставка процента, сложившаяся на финансовом рынке; доступность различных источников финансирования (кредита банков; коммерческого кредита; собственной эмиссии акций и облигаций и т.п.);

—отраслевые особенности операционной деятельности, определяющие длительность операционного цикла и уровень ликвидности используемых активов;

—соотношение объемов операционной и инвестиционной деятельности;

—жизненный цикл предприятия;

—уровень риска осуществляемой операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Учет этих факторов производится в процессе целенаправленного управления стоимостью собственного и заемного капитала предприятия.

3. Финансовый леверидж

Одна из главных задач финансового менеджмента — максимизация уровня рентабельности собственного капитала при заданном уровне финансового риска — реализуется разными методами. Одним из основных механизмов реализации этой задачи является «**финансовый леверидж**».

Финансовый леверидж характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением

заемных средств, позволяющий предприятию получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли собственным капиталом при различной доле использования заемных средств, называется **эффектом финансового левириджа**. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{нп}}) \times (\text{КВР}_a - \text{ПК}) \times \frac{ЗК}{СК}$$

где **ЭФЛ** — эффект финансового левириджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала, %;

C_{нп} — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; **КВР_a** — коэффициент валовой рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %; **ПК** — средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала, %; **ЗК** — средняя сумма используемого предприятием заемного

капитала; **СК** — средняя сумма собственного капитала предприятия.

Рассматривая ранее приведенную формулу расчета эффекта финансового левириджа, можно выделить в ней **три основные составляющие**:

1. Налоговый корректор финансового левириджа ($1 - C_{\text{нп}}$), который показывает в какой степени проявляется эффект финансового левириджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

2. Дифференциал финансового левириджа ($\text{КВР}_a - \text{ПК}$), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит.

3. Коэффициент финансового левириджа $\frac{ЗК}{СК}$, который характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левириджа в процессе финансовой деятельности предприятия.

Налоговый корректор финансового левириджа практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем, в процессе управления финансовым левириджем дифференцированный налоговый корректор может быть использован в следующих случаях:

а) если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;

б) если по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;

в) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;

г) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в государствах с более низким уровнем налогообложения прибыли.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства (а соответственно и на состав прибыли по уровню ее налогообложения), можно снизив среднюю ставку налогообложения прибыли повысить воздействие налогового корректора финансового левериджа на его эффект (при прочих равных условиях).

Дифференциал финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа.

Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит (включающий не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию), т.е. если дифференциал финансового левериджа является положительной величиной.

Чем выше положительное значение дифференциала финансового левериджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект. В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга. Этот динамизм обусловлен действием ряда факторов.

Прежде всего, в период **ухудшения конъюнктуры финансового рынка** (в первую очередь, сокращения объема предложения на нем свободного капитала) стоимость заемных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия.

Кроме того, **снижение финансовой устойчивости предприятия** в процессе повышения доли используемого заемного капитала приводит к увеличению риска его банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск.

При определенном уровне этого риска (а соответственно и уровне общей ставки процента за кредит) дифференциал финансового левериджа может быть сведен к нулю (при котором использование заемного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала) и даже иметь отрицательную величину (при которой рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на обслуживание используемого заемного капитала по высоким ставкам процента).

Наконец, в период ухудшения конъюнктуры товарного **рынка сокращается объем реализации продукции**, а соответственно и размер валовой прибыли предприятия от операционной деятельности. В этих условиях отрицательная величина дифференциала финансового левериджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента валовой рентабельности активов.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа по любой из вышеперечисленных причин Всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект.

Коэффициент финансового левериджа является тем рычагом (leverage в дословном переводе — рычаг), который мультиплицирует (пропорционально мультипликатору или коэффициенту изменяет) положительный или

отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала.

Иными словами, прирост коэффициента финансового левериджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левериджа}.

Аналогично снижение коэффициента финансового левериджа будет приводить к обратному результату, снижая в еще большей степени его положительный или отрицательный эффект.

Таким образом, при неизменном дифференциале коэффициент финансового левериджа является главным генератором как Возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли. Аналогичным образом, при неизменном коэффициенте финансового левериджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Знание механизма воздействия финансового левериджа на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия.

4. Оптимизация структуры капитала.

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе финансового управления предприятием. **Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т.е. максимизируется его рыночная стоимость.**

Процесс оптимизации структуры капитала предприятия осуществляется по следующим этапам.

1. Анализ капитала предприятия. Основной целью этого анализа является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала.

На первой стадии анализа рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов капитала в сопоставлении с динамикой объема производства и реализации продукции ; определяется соотношение собственного и заемного капитала и его тенденции; в составе заемного капитала изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств; определяется

размер просроченных финансовых обязательств и выясняются причины просрочки.

На второй стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его капитала. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются в динамике следующие коэффициенты:

а) **коэффициент автономии**. Он позволяет определить в какой степени используемые предприятием активы сформированы за счет собственного капитала.

б) **коэффициент финансового левериджа** (коэффициент финансирования). Он позволяет установить какая сумма заемных средств привлечена предприятием на единицу собственного капитала;

в) **коэффициент долгосрочной финансовой независимости**. Он характеризует отношение суммы собственного и долгосрочного заемного капитала к общей сумме используемого предприятием капитала и позволяет выявить финансовый потенциал предстоящего развития предприятия;

г) **коэффициент соотношения долго- и краткосрочной задолженности**. Он позволяет определить сумму привлечения долгосрочных финансовых кредитов в расчете на единицу краткосрочного заемного капитала, т.е. характеризует политику финансирования активов предприятия за счет заемных средств.

Анализ финансовой устойчивости предприятия позволяет оценить степень стабильности его финансового развития и уровень финансовых рисков, генерирующих угрозу его банкротства.

На третьей стадии анализа оценивается эффективность использования капитала в целом и отдельных его элементов. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и рассматриваются в динамике следующие основные показатели:

а) **период оборота капитала**. Он характеризует число дней, в течение которых осуществляется один оборот собственных и заемных средств, а также капитала в целом. Чем меньше период оборота капитала, тем выше при прочих равных условиях эффективность его использования на предприятии, так как каждый оборот капитала генерирует определенную дополнительную сумму прибыли;

б) **коэффициент рентабельности** Всего используемого капитала. По своему численному значению он соответствует коэффициенту рентабельности совокупных активов, т.е. характеризует уровень экономической рентабельности;

в) **коэффициент рентабельности собственного капитала**. Этот показатель, характеризующий достигнутый уровень финансовой рентабельности предприятия, является одним из наиболее важных, так как он служит одним из критериев формирования оптимальной структуры капитала;

г) **капиталоотдача**. Этот показатель характеризует объем реализации продукции, приходящейся на единицу капитала, т.е. в определенной мере служит измерителем эффективности операционной деятельности предприятия;

д) **капиталоемкость реализации продукции**. Он показывает какой объем капитала задействован для обеспечения выпуска единицы продукции и является

базовым для моделирования потребности в капитале в предстоящем периоде с учетом отраслевых особенностей операционной деятельности.

2. Оценка основных факторов определяющих формирование структуры эффективного капитала. Практика показывает, что не существует единых рецептов соотношения собственного и заемного капитала не только для однотипных предприятий, но даже и для одного предприятия на разных стадиях его развития и при различной конъюнктуре товарного и финансового рынков.

Вместе с тем, существует ряд объективных и субъективных факторов, учет которых позволяет целенаправленно формировать структуру капитала, обеспечивая условия наиболее эффективного его использования на каждом конкретном предприятии. Основными из этих факторов являются:

- **Отраслевые особенности операционной деятельности предприятия.** Характер этих особенностей определяет структуру активов предприятия, их ликвидность.

Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов, имеют обычно более низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала.

Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла. Чем меньше период операционного цикла, тем в большей степени (при прочих равных условиях) может быть использован предприятием заемный капитал.

- **Стадия жизненного цикла предприятия.**

Растущие предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего жизненного цикла и имеющие конкурентоспособную продукцию, могут привлекать для своего развития большую долю заемного капитала

. В то же время предприятия, находящиеся в стадии зрелости, в большей мере должны использовать собственный капитал.

- **Конъюнктура товарного рынка.**

Чем стабильней конъюнктура этого рынка, а соответственно и стабильней спрос на продукцию предприятия, тем выше и безопасней становится использование заемного капитала.

- **Конъюнктура финансового рынка.**

В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается стоимость заемного капитала.

При существенном возрастании этой стоимости дифференциал финансового левериджа может достичь отрицательного значения (при котором использование заемного капитала приведет к резкому снижению уровня финансовой рентабельности, а в ряде случаев — и к убыточной операционной деятельности).

В свою очередь, при существенном снижении этой стоимости резко снижается эффективность использования долгосрочного заемного капитала (если кредитными условиями не оговорена соответствующая корректировка ставки процента за кредит).

Наконец, конъюнктура финансово рынка оказывает влияние на стоимость привлечения собственного капитала из внешних источников — при возрастании

уровня ссудного процента возрастают и требования инвесторов к норме прибыли на вложенный капитал.

- **Уровень рентабельности операционной деятельности.**

При высоком значении этого показателя кредитный рейтинг предприятия возрастает и оно расширяет потенциал возможного использования заемного капитала.

Однако в большинстве случаев этот потенциал часто остается не востребуемым в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет возможность удовлетворять дополнительную потребность в капитале за счет более высокого уровня капитализации полученной прибыли.

- **Коэффициент операционного левериджа.**

Рост прибыли предприятия обеспечивается совместным проявлением эффекта операционного и финансового левериджа. Поэтому предприятия с растущим объемом реализации продукции, но имеющие в силу отраслевых особенностей ее производства низкий коэффициент операционного левериджа, могут в гораздо большей степени (при прочих равных условиях) увеличивать коэффициент финансового левериджа, т.е. использовать большую долю заемных средств в общей сумме капитала.

- **Отношение кредиторов к предприятию**

. Как правило, кредиторы при оценке кредитного рейтинга предприятия руководствуется своими критериями, не совпадающими иногда с критериями оценки собственной кредитоспособности предприятием.

В ряде случаев, несмотря на высокую финансовую устойчивость предприятия, кредиторы могут руководствоваться и иными критериями, которые формируют негативный его имидж, а соответственно снижают и его кредитный рейтинг. Это оказывает соответствующее отрицательное влияние на возможность привлечения предприятием заемного капитала, снижает его финансовую гибкость, т.е. возможность оперативно формировать капитал за счет внешних источников.

- **Уровень налогообложения прибыли.**

В условиях низких ставок налога на прибыль или использования предприятием налоговых льгот по прибыли, разница в стоимости собственного и заемного капитала, привлекаемого из внешних источников, снижается. Это связано с тем, что эффект налогового корректора при использовании заемных средств уменьшается.

В этих условиях более предпочтительным является формирование капитала из внешних источников за счет эмиссии акций (привлечения дополнительного паевого капитала). В тоже время при высокой ставке налогообложения прибыли существенно повышается эффективность привлечения заемного капитала.

- **Финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия.**

Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход собственников и менеджеров к финансированию развития предприятия, при котором его основу составляет собственный капитал.

И наоборот, стремление получить высокую прибыль на собственный капитал, невзирая на высокий уровень рисков, формирует агрессивный подход к

финансированию развития предприятия, при котором заемный капитал используется в максимально возможном размере,

• **Уровень концентрации собственного капитала.**

Для того, чтобы сохранить финансовый контроль за управлением предприятием (контрольный пакет акций или контрольный объем паевого вклада), владельцам предприятия не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников, даже несмотря на благоприятные к этому предпосылки.

Задача сохранения финансового контроля за управлением предприятием в этом случае является критерием формирования дополнительного капитала за счет заемных средств.

С учетом этих факторов управление структурой капитала на предприятии сводится к двум основным направлениям — 1) установлению оптимальных для данного предприятия пропорций использования собственного и заемного капитала; 2) обеспечению привлечения на предприятие необходимых видов и объемов капитала для достижения расчетных показателей его структуры.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности.

Для проведения таких оптимизационных расчетов используется механизм финансового левериджа.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости. Процесс этой оптимизации основан на предварительной оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.

5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков.

Этот метод оптимизации структуры капитала связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов предприятия. В этих целях все активы предприятия подразделяются на такие **три группы**:

а) **Внеоборотные активы.**

б) **Постоянная часть оборотных активов.**

Она представляет собой неизменную часть совокупного их размера, которая не зависит от сезонных и других колебаний объема операционной деятельности и не связана с формированием запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. Иными словами, она рассматривается как неснижаемый минимум оборотных активов, необходимый предприятию для осуществления текущей операционной деятельности.

в) **Переменная часть оборотных активов.**

Она представляет собой варьирующую часть их совокупного размера, которая связана с сезонным возрастанием объема реализации продукции, необходимостью формирования в отдельные периоды деятельности предприятия товарных запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. В составе этой переменной части оборотных активов выделяют максимальную и среднюю потребность в них.

6. Формирование показателя целевой структуры капитала.

Предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала позволяют определить поле выбора конкретных его значений на плановый период. В процессе этого выбора учитываются ранее рассмотренные факторы, характеризующие индивидуальные особенности деятельности данного предприятия.

Окончательное решение, принимаемое по этому вопросу, позволяет сформировать на предстоящий период показатель „целевой структуры капитала“, в соответствии с которым будет осуществляться последующее его формирование на предприятии путем привлечения финансовых средств из соответствующих источников.

5. Сущность дивидендной политики.

Термин "дивидендная политика" связан с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако рассматриваемые в этом разделе принципы и методы распределения прибыли применимы не только к акционерным обществам, но и к предприятиям любой иной организационно-правовой формы деятельности (в этом случае меняться будет только терминология — вместо терминов акция и дивиденд будут использоваться термины пай, вклад и прибыль на вклад; механизм же выплаты доходов собственникам останется таким же)

Распределение прибыли в акционерном обществе представляет собой наиболее сложный его вариант и поэтому избран для рассмотрения всех аспектов этого механизма.

В принципе же в более широком трактовании под термином "дивидендная политика" можно понимать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.

Исходя из этой цели понятие дивидендной политики может быть сформулировано следующим образом: **дивидендная политика представляет собой составную часть общей политики управления прибылью, заключающуюся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.**

Формированию оптимальной дивидендной политики в странах с развитой рыночной экономикой посвящены многочисленные теоретические исследования.

Наиболее распространенными теориями, связанными с механизмом формирования дивидендной политики, являются:

1. Теория независимости дивидендов.

Ее авторы — Ф. Модильяни и М. Миллер утверждают, что избранная дивидендная политика не оказывает никакого влияния ни на рыночную стоимость предприятия (цену акций), ни на благосостояние собственников в текущем или перспективном периоде, так как эти показатели зависят от суммы формируемой, а не распределяемой прибыли.

В соответствии с этой теорией дивидендной политике отводится пассивная роль в механизме управления прибылью. При этом свою теорию они сопровождали значительным количеством ограничений, которые в реальной практике управления прибылью обеспечить невозможно.

Несмотря на свою уязвимость в плане практического использования, теория ММ стала отправным пунктом поиска более оптимальных решений механизма формирования дивидендной политики.

2. Теория предпочтительности дивидендов (или "синица в руках").

Ее авторы — М. Гордон и Д. Линтнер утверждают, что каждая единица текущего дохода (выплаченного в форме дивидендов) в силу того, что она "очищена от риска" стоит всегда больше, чем доход отложенный на будущее, в связи с присущим ему риском. Исходя из этой теории максимизация дивидендных выплат предпочтительней, чем капитализация прибыли.

Однако противники этой теории утверждают, что в большинстве случаев полученный в форме дивидендов доход все равно реинвестируется затем в акции своей или аналогичной акционерной компании, что не позволяет использовать фактор риска как аргумент в пользу той или иной дивидендной политики (фактор риска может быть учтен лишь менталитетом собственников; он определяется уровнем риска хозяйственной деятельности той или иной компании, а не характером дивидендной политики).

3. Теория минимизации дивидендов (или "теория налоговых предпочтений"). В соответствии с этой теорией эффективность дивидендной политики определяется критерием минимизации налоговых выплат по текущим и предстоящим доходам собственников

А так как налогообложение текущих доходов в форме получаемых дивидендов всегда выше, чем предстоящих (с учетом фактора стоимости денег во времени, налоговых льгот на капитализируемую прибыль и т.п.), дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат, а соответственно максимизацию капитализации прибыли с тем, чтобы получить наивысшую налоговую защиту совокупного дохода собственников

Однако такой подход к дивидендной политике не устраивает многочисленных мелких акционеров с низким уровнем доходов, постоянно нуждающихся в текущих их поступлениях в форме дивидендных выплат (что снижает объем спроса на акции таких компаний, а соответственно и котируемую рыночную цену этих акций).

4. Сигнальная теория дивидендов (или "теория сигнализирования").

Эта теория построена на том, что основные модели оценки текущей реальной рыночной стоимости акций в качестве базисного элемента используют размер выплачиваемых по ней дивидендов.

Таким образом, рост уровня дивидендных выплат определяет автоматическое возрастание реальной, а соответственно и котируемой рыночной стоимости акций, что при их реализации приносит акционерам дополнительный доход.

Кроме того, выплата высоких дивидендов "сигнализирует" о том, что компания находится на подъеме и ожидает существенный рост прибыли в предстоящем периоде.

Эта теория неразрывно связана с высокой "прозрачностью" фондового рынка, на котором оперативно полученная информация оказывает существенное влияние на колебания рыночной стоимости акций.

5. Инвестиционная теория дивидендов. Ее автор Дж. Уолтер утверждает, что наибольшая связь дивидендной политики с максимизацией рыночной стоимости предприятия (максимизацией котировки его акций) достигается при учете уровня доходности его инвестиционной деятельности.

Если уровень доходности инвестиций предприятия превышает уровень доходности его акций, то размер дивидендных выплат может снижаться. И наоборот, если уровень доходности инвестиций предприятия ниже уровня доходности его акций, то размер дивидендных выплат должен возрасти.

6. Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (или "теория клиентуры").

В соответствии с этой теорией компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров, их менталитету.

Если основной состав акционеров ("клиентура" акционерной компании) отдает предпочтение текущему доходу, то дивидендная политика должна исходить из преимущественного направления прибыли на цели текущего потребления.

И наоборот, если основной состав акционеров отдает предпочтение увеличению своих предстоящих доходов, то дивидендная политика должна исходить из преимущественной капитализации прибыли в процессе ее распределения. Та часть акционеров, которая с такой дивидендной политикой будет не согласна, реинвестирует свой капитал в акции других компаний, в результате чего состав "клиентуры" станет более однородным.

Практическое использование этих теорий позволило выработать три подхода к формированию дивидендной политики — "консервативный", "умеренный" ("компромиссный") и "агрессивный". Каждому из этих подходов соответствует определенный тип дивидендной политики.

1. Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия.

Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников.

Преимуществом политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости. Недостаток же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций.

Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

2. Политика стабильного размера дивидендных выплат предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции).

Преимуществом этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке.

Недостатком же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю.

Для того, чтобы избежать этих негативных последствий стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика "экстра-дивиденда") по весьма распространенному мнению представляет собой наиболее взвешенный ее тип. **Ее преимуществом** является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. Такая дивидендная политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли. **Основной недостаток** этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость.

4. Политика стабильного уровня дивидендов предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части). **Преимуществом** этой политики является простота ее формирования и тесная связь с размером формируемой прибыли»

В то же время основным ее **недостатком** является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли.

Эта нестабильность вызывает резкие перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам, что препятствует максимизации рыночной стоимости предприятия в процессе осуществления такой политики (она "сигнализирует" о высоком уровне риска хозяйственной деятельности данного предприятия).

Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа; если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов (осуществляемая под девизом — "никогда не снижай годовой дивиденд") предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию.

Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде (на этом принципе построена "Модель Гордона", определяющая рыночную стоимость акций таких компаний). **Преимуществом** такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях.

Недостатком же этой политики является отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности — если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т.е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях).

Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании — если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

С учетом рассмотренных принципов дивидендная политика акционерного общества **формируется по следующим основным этапам.**

Первоначальным этапом формирования дивидендной политики является изучение и оценка факторов, определяющих эту политику. В практике финансового менеджмента эти факторы принято подразделять на четыре группы:

1. Факторы, характеризующие инвестиционные возможности предприятия. К числу основных факторов этой группы относятся:

а) стадия жизненного цикла компании (на ранних стадиях жизненного цикла акционерная компания вынуждена больше средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплату дивидендов);

б) необходимость расширения акционерной компанией своих инвестиционных программ (в периоды активизации инвестиционной деятельности, направленной на расширенное воспроизводства основных средств и нематериальных активов, потребность в капитализации прибыли возрастает);

в) степень готовности отдельных инвестиционных проектов с высоким уровнем эффективности (отдельные подготовленные проекты требуют ускоренной реализации в целях обеспечения эффективной

их эксплуатации при благоприятной конъюнктуре рынка, что обуславливает необходимость концентрации собственных финансовых ресурсов в эти периоды).

2. Факторы, характеризующие возможности формирования финансовых ресурсов из альтернативных источников. В этой группе факторов основными являются:

- а) достаточность резервов собственного капитала, сформированных в предшествующем периоде;
- б) стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- в) стоимость привлечения дополнительного заемного капитала;
- г) доступность кредитов на финансовом рынке;
- д) уровень кредитоспособности акционерного общества, определяемый его текущим финансовым состоянием.

3. Факторы, связанные с объективными ограничениями.

К числу основных факторов этой группы относятся:

- а) уровень налогообложения дивидендов;
- б) уровень налогообложения имущества предприятий;
- в) достигнутый эффект финансового левериджа, обусловленный сложившимся соотношением используемого собственного и заемного капитала;
- г) фактический размер получаемой прибыли и коэффициент рентабельности собственного капитала.

4. Прочие факторы. В составе этих факторов могут быть выделены:

- а) конъюнктурный цикл товарного рынка, участником которого является акционерная компания (в период подъема конъюнктуры эффективность капитализации прибыли значительно возрастает);
- б) уровень дивидендных выплат компаниями-конкурентами;
- в) неотложность платежей по ранее полученным кредитам (поддержание платежеспособности является более приоритетной задачей в сравнении с ростом дивидендных выплат);
- г) возможность утраты контроля над управлением компанией (низкий уровень дивидендных выплат может привести к снижению рыночной стоимости акций компании и их массовому "сбросу" акционерами, что увеличивает риск финансового захвата акционерной компании конкурентами).

Оценка этих факторов позволяет определить выбор того или иного типа дивидендной политики на ближайший перспективный период.

Механизм распределения прибыли акционерного общества в соответствии с избранным типом дивидендной политики предусматривает такую последовательность действий:

- **На первом этапе** из суммы чистой прибыли вычитаются формируемые за ее счет обязательные отчисления в резервный и другие обязательные фонды специального назначения, предусмотренные уставом общества. "Очищенная" сумма чистой прибыли представляет собой так называемый "дивидендный коридор", в рамках которого реализуется соответствующий тип дивидендной политики.

- **На втором этапе** оставшаяся часть чистой прибыли распределяется на капитализируемую и потребляемую ее части. Если акционерное общество придерживается остаточного типа дивидендной политики, то в процессе этого этапа расчетов приоритетной задачей является формирование фонда производственного развития и наоборот.

• **На третьем этапе** сформированный за счет прибыли фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд потребления персонала акционерного общества (предусматривающий дополнительное материальное стимулирование работников и удовлетворение их социальных нужд). Основой такого распределения является избранный тип дивидендной политики и обязательства акционерного общества по коллективному договору.

Определение уровня дивидендных выплат на одну простую акцию осуществляется по формуле:

$$\text{УДВ}_{\text{па}} = \frac{\text{ФДВ} - \text{ВП}}{K_{\text{па}}},$$

где $\text{УДВ}_{\text{па}}$ — уровень дивидендных выплат на одну акцию;

ФДВ — фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики;

ВП — фонд выплат дивидендов владельцам привилегированных акций (по предусматриваемому их уровню);

$K_{\text{па}}$ — количество простых акций, эмитированных акционерным обществом.

Важным этапом формирования дивидендной политики является выбор форм выплаты дивидендов. Основными из таких форм являются:

1. **Выплаты дивидендов наличными деньгами (чеками).** Это наиболее простая и самая распространенная форма осуществления дивидендных выплат.

2. **Выплата дивидендов акциями.** Такая форма предусматривает предоставление акционерам вновь эмитированные акции на сумму дивидендных выплат. Она представляет интерес для акционеров, менталитет которых ориентирован на рост капитала в предстоящем периоде. Акционеры, предпочитающие текущий доход, могут продать в этих целях дополнительные акции на рынке.

3. **Автоматическое реинвестирование.** Эта форма выплаты предоставляет акционерам право индивидуального выбора — получить дивиденды наличными, или реинвестировать их в дополнительные акции (в этом случае акционер заключает с компанией или обслуживающей ее брокерской конторой соответствующее соглашение).

4. **Выкуп акций компанией.** Он рассматривается как одна из форм реинвестирования дивидендов, в соответствии с которой на сумму дивидендного фонда компания скупает на фондовом рынке часть свободно обращающихся акций. Это позволяет автоматически увеличивать размер прибыли на одну оставшуюся акцию и повышать коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде. Такая форма использования дивидендов требует согласия акционеров.

Для оценки эффективности дивидендной политики акционерного общества используют следующие показатели:

а) **коэффициент дивидендных выплат.** Он рассчитывается по формулам:

$$K_{\text{дв}} = \frac{\text{ФДВ}}{\text{ЧП}} \text{ или } K_{\text{дв}} = \frac{D_a}{\text{ЧП}_a},$$

где $K_{\text{дв}}$ — коэффициент дивидендных выплат;

ФДВ — фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики;

ЧП — сумма чистой прибыли акционерного общества; D_a —сумма дивидендов, выплачиваемых на одну акцию;

ЧП_а — сумма чистой прибыли, приходящейся на одну акцию.

б) коэффициент соотношения цены и дохода по акции. Он определяется по формуле:

$$K_{ц/д} = \frac{PЦ_a}{D_a},$$

где **Кц/д** — коэффициент соотношения цены и дохода по акции; **РЦ_а** — рыночная цена одной акции;

Д_а — сумма дивидендов, выплаченных на одну акцию.

При оценке эффективности дивидендной политики могут быть использованы также показатели динамики рыночной стоимости акций.

Вопросы для самоконтроля:

1. Какова сущность и основные виды капитала организации?
2. Каковы принципы формирования капитала предприятия?
3. Сущность собственного капитала, его положительные и отрицательные особенности.
4. Заёмный капитал: положительные и отрицательные особенности.
5. Прямой и косвенный метод расчета общей потребности в капитале.
6. Каковы роль и значение стоимости (цены) капитала?
7. Методика расчета стоимости функционирующего собственного капитала.
8. Методика расчета стоимости дополнительного привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций.
9. Методика расчета стоимости дополнительного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паёв).
10. Методика расчета стоимости заемного капитала в форме банковского кредита.
11. Методика расчета стоимости финансового лизинга.
12. Содержание расчета стоимости заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций.
13. Расчет стоимости товарного кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа.
14. Расчет стоимости внутренней кредиторской задолженности.
15. Сущность поэлементной и средневзвешенной стоимости капитала.
16. Сущность и содержание эффекта финансового левириджа (отрицательные и положительные его значения).
17. Понятие оптимальной (рациональной) структуры капитала и её критерии.
18. Сущность дивидендной политики организации: источник, схемы распределения и цели.
19. Характеристика основных типов дивидендной политики.
20. Основные этапы формирования дивидендной политики акционерного общества.

21. Основные формы выплаты дивидендов.

Тестовые задания:

1. Показатель финансового рычага (левереджа) определяет _____

- А соотношение балансовой и чистой прибыли
- Б долю обязательных твердых платежей в составе чистой прибыли
- В соотношение чистой прибыли с ее суммой, уменьшенной на величину обязательных твердых платежей

Ответ: В.

2. Финансовый рычаг имеет практическое значение для _____

- А анализа балансовой прибыли
- Б планирования выручки от реализации
- В определения максимально возможной суммы обязательных твердых платежей за счет чистой прибыли

Ответ: В.

3. Низкий уровень финансового рычага благоприятен для финансового состояния предприятия в случае _____

- А роста переменных затрат
- Б снижении ставки налога на прибыль
- В повышении ставки налога на прибыль

Ответ: В.

4. Финансовый рычаг может быть ниже 1, если предприятие имеет _____

- А убыток от реализации
- Б убыток от финансово-хозяйственной деятельности
- В балансовый убыток

Ответ: В.

5. Финансовый рычаг равен 1, если _____

- А обязательные платежи за счет чистой прибыли отсутствуют
- Б предприятие освобождено от налога на прибыль
- В обязательные платежи из чистой прибыли превышают чистую прибыль

Ответ: А.

6. Совокупное влияние операционного и финансового рычагов измеряет _____

- А инвестиционную привлекательность компании

- Б степень финансовой устойчивости компании
- В меру общего предпринимательского риска
- Г конкурентную позицию предприятия

Ответ: В.

7. Собственные акции, выкупленные у акционеров _____ собственный капитал

- А увеличивают
- Б уменьшают
- В не влияют на

Ответ: Б.

8. Выкуп собственных акций производится с целью:

- А уменьшения обязательств компании
- Б поддержания рыночной стоимости компании
- В уменьшения издержек финансирования собственного капитала

Ответ: Б.

9. Дополнительные эмиссии акций производятся:

- А в качестве защиты от поглощений
- Б с целью получения дополнительного внешнего финансирования
- В в целях удержания контроля
- Г в целях минимизации налогов
- Д в целях поддержания рыночного курс
- Е в целях поддержания рыночного курса

Ответ: Б.

10. В собственный капитал компании включаются:

- А банковские ссуды
- Б уставный капитал
- В нераспределенная прибыль
- Г акции других компаний
- Д прирост стоимости имущества при переоценке
- Е эмитированные долговые бумаги

Ответ: Б, В, Д.

11. Дивиденды выплачиваются:

- А из чистой прибыли

Б из валовой прибыли

В из прибыли после уплаты процентов и налогов

Ответ: А.

12. Источник выплаты дивидендов по привилегированным акциям при нехватке прибыли у акционерного общества:

А дополнительная эмиссия акций

Б краткосрочный банковский кредит

В эмиссия облигаций

Г резервный фонд

Д выпуск векселя

Ответ: В.

12. Снижение выплаты дивидендов практикуется для:

А для экономии наличных ресурсов

Б для активизации инвестиций и роста

В в целях ограничения спроса на свои акции

Ответ: Б. 24.

Задания:

***Пример1.** В нижеприведенной таблице рассмотрены четыре случая соотношений между собственными и заемными средствами в обороте предприятия.*

При данных условиях можно сделать следующие выводы.

1. Оптимальной структурой капитала предприятия является вариант, при котором средневзвешенная цена капитала наименьшая. Характерные черты: максимально возможная сумма заемных средств; цена их ниже цены собственных.

2. Доля заемных средств должна увеличиваться только в том случае, когда их цена становится ниже (выше) цены собственных.

3. Чем выше доля заемных средств (при их меньшей цене по сравнению с ценой собственных), тем меньше (больше) цена капитала в целом (вариант ...— ...%, вариант ... — ...%).

4. Доказательством сказанного является и то, что при варианте ... предприятие получит наибольший (наименьший) эффект от использования заемных средств (эффект финансового рычага), в то время как при вариантах ..., ..., ... эффект равен нулю, а при вариантах ..., ..., ... предприятие получит убытки от использования заемных средств.

***Пример 2.** В результате инвестирования средств в размере 1,5 млн. руб. предполагается получение прибыли в размере 300 000 руб. Ставка налоговой прибыли составляет 30%, ставка по банковским кредитам в течение периода*

инвестиций равна 15%.

Определить ожидаемую рентабельность собственных средств для следующих вариантов источников инвестиций:

- а) при использовании только собственных средств;
- б) при использовании заемных средств в размере 500000руб.;
- в) при использовании заемных средств в размере 1 млн. руб.

Ответ: 15,2, 17,02 и 22,5 процентов.

	Показатели	Варианты							
		1	2	3	4	5	6	7	8
1	Доля собственных и привлеченных средств	100	70	70	70	50	50	50	40
2	Доля заемных средств	0	30	30	30	50	50	50	60
Итого весь капитал		100	100	100	100	100	100	100	100
3	Цена собственных средств	10	10	10	10	10	10	10	10
4	Цена заемных средств	7-12	7	10	12	7	10	12	15
5	Средневзвешенная цена капитала (стр. 1 -стр. 3 + + стр, 2 -стр. 4) : 100	10	9,1	10	10,6	8,5	10	11	13
6	Эффект финансового рычага (стр. 3 - стр. 4) • • (стр, 2 : стр. 1)	0	1,3	0	-0,9	3	0	-2	-7,5

Пример 3: Компания АС получила доход в отчетном году в размере 1 млн.

долл. Компания может либо продолжать работу в том же режиме, получая в дальнейшем такой же доход, либо реинвестировать часть прибыли на следующих условиях:

Доля реинвестируемой прибыли, %	Достигаемый темп прироста прибыли, %	Требуемая акционерами норма прибыли, %
0	0	10
10	6	14
20	9	14
30	11	18

Какая альтернатива более предпочтительна?

Ответ: Оптимально, реинвестирование 20 % прибыли.

Пример 4. Из зарегистрированных АО 30 тыс. обыкновенных акций 29 тыс. продано акционерам. В последующем общество выкупило у владельцев 1500 акций. По итогам года собрание акционеров приняло решение распределить 60,5 тыс. руб. чистой прибыли в качестве дивидендов. Определить сумму дивиденда по каждой акции.

Ответ: 2,2 руб.

Пример 5: Уставный капитал общества составляет 600 тыс. руб. Продано всего 3000 акций, в том числе 2700 акций обыкновенных и 300 акций привилегированных. Общая сумма чистой прибыли, подлежащая распределению в виде дивидендов, — 63 тыс. руб. По привилегированным акциям фиксированная ставка дивиденда утверждена в размере 30%. Рассчитать сумму дивиденда на привилегированную и обыкновенную акции.

Ответ: 60 и 16,7 руб. соответственно.