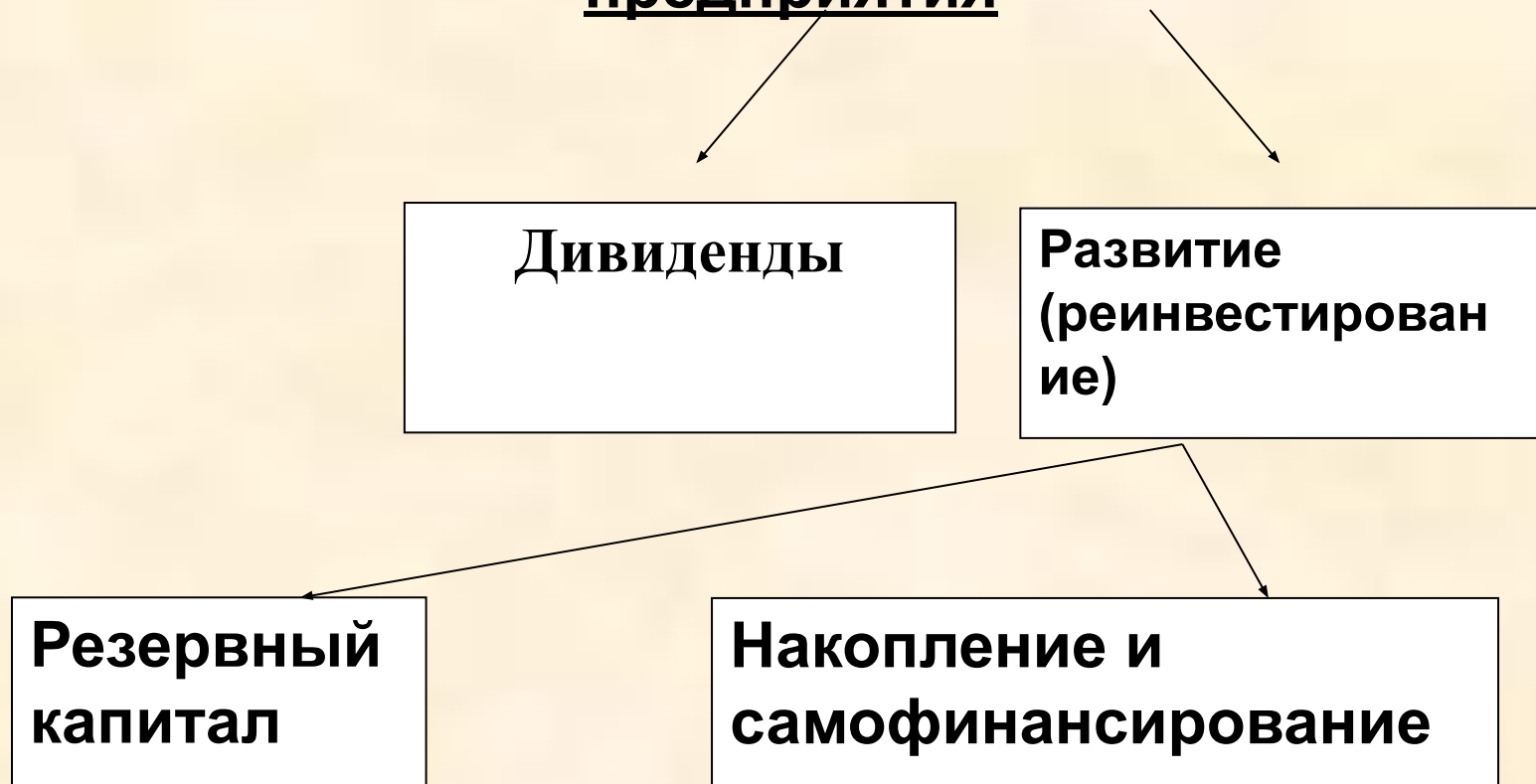


Дивидендная политика.

Упрощенную схему распределения прибыли отчетного периода можно представить следующим образом:

Прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия



Методы распределения прибыли:

- Бесфондовый
- Фондовый

Бесфондовый метод чаще всего используют малые организации.

Фондовый метод использования прибыли предполагает распределение чистой прибыли в соответствии с учредительными документами по фондам, в которых предусмотрена величина отчислений. Порядок формирования и расходования средств фондов определяется организацией самостоятельно и закрепляется в уставе.

Реинвестирование прибыли — более приемлемая и относительно дешевая форма финансирования предприятия, расширяющего свою деятельность.

Числовые показатели

Та часть прибыли, которая выплачивается в форме дивидендов пропорционально показателю **нормы распределения прибыли на дивиденд ($НР_d$)**.

Норма распределения прибыли на дивиденд показывает, какая часть чистой прибыли выплачивается как дивиденд.

В распределении прибыли и формировании рациональной дивидендной политики огромную роль играет показатель **внутренних темпов прироста ($ВТП$)**.

Внутренние темпы прироста – темпы увеличения размера собственных источников средств (СК) за счёт чистой прибыли как необходимое условие наращивания оборота и развития предприятия.

Прибыль

```
graph TD; A[Прибыль] --> B[Реинвестирование]; A --> C[Дивиденды]; B --> D[ВТП]; C --> E[НРд];
```

Реинвестирование

ВТП

Дивиденды

НР_д

Внутренние темпы прироста напрямую зависят от показателя рентабельности собственных средств (РСС).

Часть этой рентабельности предприятие должно возместить акционерам в форме дивидендов.

Оставшаяся часть увеличивает размер СК, т.е. определяют размер ВТП.

Т.о. ВТП – рентабельность собственных средств, скорректированная на норму распределения прибыли на дивиденды:

$$ВТП = P_{СК} \left(1 - НР_{Д} \right)$$

Дивидендная политика

С теоретической позиции **выбор дивидендной политики предполагает решение двух ключевых вопросов:**

- ❖ **влияет ли величина дивидендов на изменение совокупного богатства акционеров?**
- ❖ **если да, то какова должна быть оптимальная их величина?**

Существуют два различных подхода в теории дивидендной политики:

- ❑ **“Теория начисления дивидендов по остаточному принципу” (Франко Модильяни и Мертон Миллер)**
- ❑ **Предпочтение текущих дивидендов в качестве платы за использование капитала (М. Гордон, Дж. Литнер)**

Вместе с тем признается и тот факт, что какого-то ***единого формализованного алгоритма в выработке дивидендной политики не существует*** — она определяется многими факторами, в том числе и трудно формализуемыми, например психологическими.

Поэтому каждое предприятие должно выбирать свою субъективную политику исходя, прежде всего из присущих ему особенностей.

Можно выделить две основополагающие инвариантные задачи, решаемые в процессе выбора оптимальной дивидендной политики. Они взаимосвязаны и заключаются в обеспечении:

- а) максимизации совокупного достояния акционеров;
- б) достаточного финансирования деятельности предприятия.

Методики дивидендных выплат

1. Методика постоянного процентного распределения прибыли – соблюдение постоянного дивидендного выхода:

$$ДВ_{ОА} = \frac{Див_{ОА}}{ЧП - Див_{ПА}} = const$$

где

ДВ_{ОА} – дивидендный выход по обыкновенным акциям,
Див_{ОА} – величина дивидендов, выплачиваемых на все
обыкновенные акции компании в отчётном периоде,
ЧП – величина чистой прибыли,
Див_{ПА} – величина дивидендов, выплачиваемых на
привилегированные акции компании в отчётном
периоде.

2. Методика фиксированных дивидендных выплат:

$$Див_{1OA} = \frac{Див_{OA}}{K_{OA}} = const$$

где

$Див_{1OA}$ — величина дивидендов, выплачиваемых на одну обыкновенную акцию компании в отчётном периоде,
 K_{OA} — количество обыкновенных акций на конец отчётного периода.

Этот метод является прямой противоположностью первого, поскольку величина дивидендов не зависит от финансового результата. Однако главным недостатком методики является риск неплатёжеспособности при нестабильной прибыли.

Компромиссным методом между двумя первыми может служить третий:

3. Выплата гарантированного минимума и «экстра-дивидендов».

При этом соблюдается принцип постоянства дивидендного выхода, но только уже по «экстра-дивидендам»:

$$ДВЭД_{ОА} = \frac{ЭДив_{ОА}}{ЧП - Див_{ПА} - ГМин} = const$$

где

ДВЭД_{ОА} – дивидендный выход по «экстра-дивидендам» на обыкновенные акции,

ЭДив_{ОА} – величина «экстра-дивидендов», выплачиваемых по всем обыкновенным акциям компании в отчётном периоде,

ГМин – величина гарантированного минимума на все обыкновенные акции компании.

Рациональная структура капитала как фактор роста финансовой рентабельности

Одним из критериев финансовой устойчивости является высокая рентабельность, которая обеспечивается **высокой эффективностью экономической деятельности и рациональным финансированием.**

Наличие прибыли, как источника самофинансирования, иногда **недостаточно, чтобы обеспечить в будущем желаемую доходность акционерам.**

Экономическая эффективность деятельности должна обеспечивать достаточность средств для расчётов с бюджетом, кредиторами и акционерами, с возможностью дополнительного финансирования за счёт **внутренних темпов прироста.**

В качестве **экономического эффекта** служит показатель международного стандарта **Прибыли до уплаты налога и процентов за кредит (EBIT)**.

Это базовый показатель финансового менеджмента, который оказывает решающее влияние на структуру капитала. По существу, это *экономический эффект*, снимаемый предприятием с затрат.

Относительный показатель эффективности называется **экономическая рентабельность активов (P_a)**.

$$P_a = \frac{EBIT}{Актив} \times 100\% = \frac{EBIT}{Пассив} \times 100\% = \frac{EBIT}{Соб.К + Заём.К} \times 100\%$$

Формулу экономической рентабельности можно преобразовать:

$$P_a = \frac{EBIT}{Актив} \times \frac{Оборот}{Оборот} \times 100\% \quad \text{или}$$

$$P_a = \frac{EBIT}{Оборот} \times 100\% \times \frac{Оборот}{Актив}$$

Отношение прибыли к обороту в процентах принято называть – **коммерческая маржа (КМ)**, которая характеризует финансовый результат, полученный с единицы оборота.

Отношение оборота к величине актива называется **коэффициентом трансформации (КТ)** и представляет собой количество доходов, получаемых с рубля активов (коэффициент оборачиваемости активов).

$$P_a = KM \times KT$$

На коммерческую маржу влияют:

- ценовая политика;
- объём и структура затрат.

На коэффициент трансформации оказывают воздействие:

- отраслевые условия деятельности;
- Стратегия организации производства.

Экономическая рентабельность напрямую влияет на **рентабельность собственного капитала (РСС) – финансовую рентабельность**, которая характеризует доходность предприятия и его привлекательность для акционеров.

Но на рентабельность собственных средств может влиять **не только экономическая рентабельность.**

Пример:

Два предприятия производят продукцию с $P_a = 20\%$.

Ставка налога на прибыль $H_n = 0,20$

Предприятие А: Актив = 1000 т.р.

Пассив = 1000 т.р. (все источники собственные).

Предприятие В: Актив = 1000 т.р.

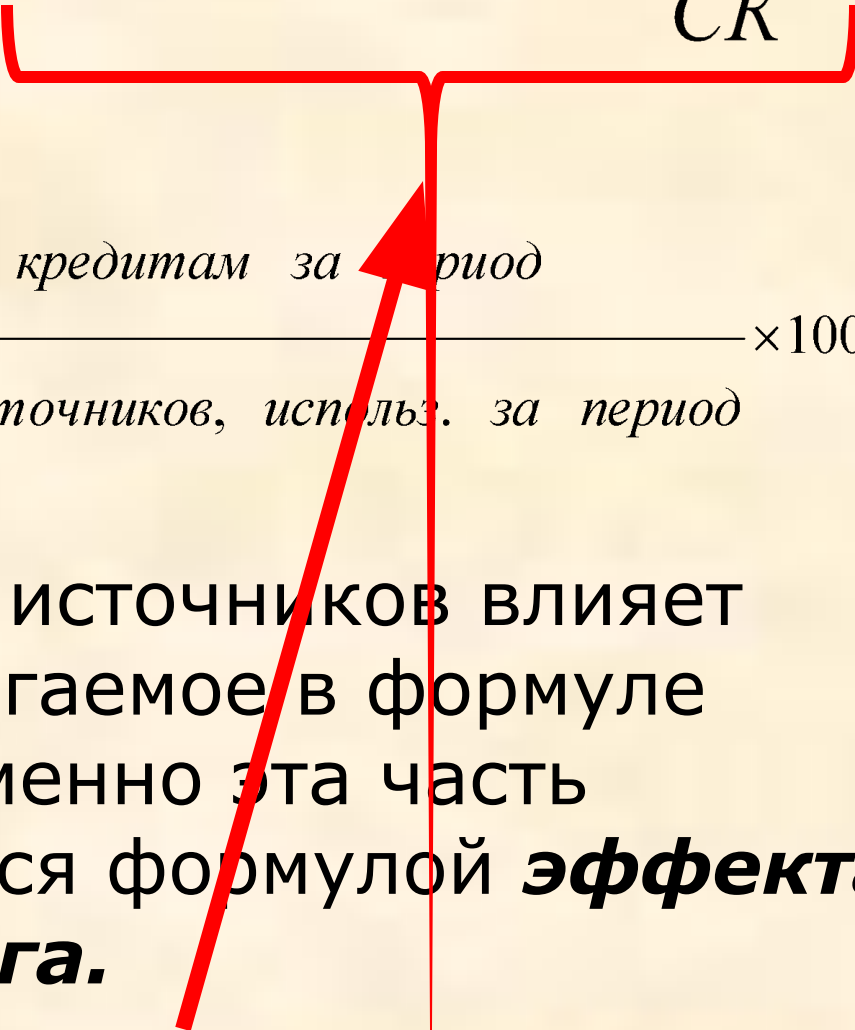
Пассив = 1000 т.р. (500 – СК, 500 – ЗК).

Стоимость заимствования определяется как средневзвешенная ставка процента

$C_{зк} = 15\%$.

Рассчитаем $R_{ск}$ для каждого варианта финансирования предприятия.

Показатель	Формула расчёта	Предприятия	
		А	В
1. EBIT	$Актив * P_a / 100$	200	200
2. Издержки по ЗИ	$ЗК * Ц_{зк} / 100$	-	75
3. Налогооблагаемая прибыль	(1)-(2)	200	125
4. Налог на прибыль	$Н_п * (3)$	40	25
5. Чистая прибыль	(3) – (4)	160	100
6. Рентабельность собственного капитала ($R_{ск}$)	$ЧП / СК * 100$	16%	20%

$$P_{ск} = (1 - H_{П}) \times P_a + (1 - H_{П})(P_a - Ц_{зк}) \times \frac{3K}{СК}$$


$$Ц_{зк} = \frac{\text{Затраты по всем кредитам за период}}{\text{Общая сумма заёмных источников, использ. за период}} \times 100\%$$

Количество заёмных источников влияет только на второе слагаемое в формуле определения РСС. Именно эта часть формулы и называется формулой **эффекта финансового рычага**.

Эффект финансового рычага (ЭФР) – приращение к рентабельности собственных средств, получаемое благодаря использованию кредита, несмотря на платность последнего.

$$\text{ЭФР} = (1 - H_n) \underbrace{(P_a - C_{3K})}_{\text{дифференциал}} \times \underbrace{\frac{3K}{СК}}_{\text{плечо}}$$

Разница между экономической рентабельностью активов и средней расчётной ставкой процента (ЭР – СРСР) называется **дифференциал** финансового рычага.

Отношение заёмных источников к собственным (ЗК/СК) имеет название – **плечо** финансового рычага.

Этот инструмент открывает широкие возможности по определению безопасного объёма заёмных источников, расчёту **допустимых условий кредитования**.

С помощью формулы ЭФР можно решить ряд важных задач в области **управления структурой капитала**:

1. Можно установить, выгодно ли брать кредит при определённых параметрах работы предприятия и кредитного рынка.

Пусть в нашем **примере** предприятие В берёт кредит 1000 т.р.

При этом $C_{зк}$ возрастает с 15% до 18%.

$$\text{ЭФР} = 0,80 \cdot (20 - 18) \cdot 1500 / 500 = 4,8\%.$$

Данный кредит для предприятия выгоден, т.к. ЭФР возрастает.

2. Имеется возможность рассчитать размер кредитования для достижения определённого уровня РСС при существующих условиях оплаты кредита.

Например в нашем случае для предприятия В определим, в каком размере нужно взять кредит, чтобы достичь $R_{ск} = 20\%$.

Цена кредита $C_{зк} = 19\%$.

Это значение РСС соответствует ЭФР = 4%
($R_{СС} = 0,8 * 20 + 4 = 20\%$).

Тогда

$$ЭФР = 0,80 * (20 - 19) * ЗК / 500 = 4\%.$$

$$ЗК = 2500 \text{ т.р.}$$

Правила при работе с ЭФР:

1. Если новое заимствование увеличивает ЭФР при положительном дифференциале, то оно выгодно;
2. Для достижения необходимого уровня $R_{ск}$ нужно брать кредит в том размере, который при определённой его стоимости обеспечит достаточный ЭФР;
3. Отрицательный дифференциал даёт обратный эффект финансового рычага, т.е. вычит из $R_{ск}$.
4. Риск кредитора (банкира) выражен величиной дифференциала. Чем больше дифференциал, тем меньше риск.
5. Риск банкротства предприятия определяется величиной плеча ФР. Чем больше плечо, тем больше финансовая зависимость фирмы.

Одной из основных задач управления финансами организации является задача формирования рациональной структуры источников средств предприятия в целях финансирования необходимых объёмов затрат и обеспечения желаемого уровня внутренних темпов прироста.

При формировании ***рациональной структуры источников средств*** необходимо найти такое соотношение между заёмными и собственными источниками, при котором стоимость компании (акций предприятия) будет наивысшей.

Если предприятие обходится только **собственными источниками** (СК), то оно имеет упущенную выгоду в размере ЭФР, а значит $R_{ск}$ относительно не высока, и рыночная стоимость фирмы снижается.

При использовании заёмного капитала в чрезмерном количестве повышается риск банкротства.

Для оценки рациональности структуры капитала и принятия решений по её совершенствованию необходим **показатель-индикатор** внутри фирмы.

Таким показателем является **EBIT**.

Существует такое значение EBIT, при котором одинаково выгодно привлечение как собственных, так и заёмных источников финансирования.

Такое значение называется ***пороговым значением***.

Пороговым называется такое значение EBIT, при котором $R_{ск}$ одинакова как для варианта с привлечением заёмных источников, так и для варианта с собственными источниками.

Одинаковая выгода может быть только в одном случае, когда ЭФР=0.

$$\text{ЭФР} = (1 - H_{\Pi})(P_a - C_{3K}) \times \frac{3K}{CK} = 0$$

Отсюда:

$$EBIT_{\text{порог}} = \frac{C_{3K} \times (3K + CK)}{100}$$

Т.е.

Если $EBIT > EBIT_{\text{порог}}$, то лучше использовать вариант с заимствованием;

Если $EBIT < EBIT_{\text{порог}}$, то выгоднее привлекать собственные источники (искать новых партнёров).

Помимо основных критериев формирования рациональной структуры источников средств нужно ещё учитывать целый ряд факторов:

1. Темпы наращивания оборота предприятия;
2. Стабильность динамики оборота;
3. Уровень и динамика рентабельности;
4. Структура активов;
5. Тяжесть налогообложения;
6. Отношение кредиторов к предприятию;
7. Стратегические финансовые установки;
8. Состояние рынка капиталов
(краткосрочных и долгосрочных);
9. Финансовая гибкость предприятия.