

Тема 5. Структура капитала и дивидендная политика компании

Капитал – это часть финансовых ресурсов, направляемая в производственно-торговый процесс и приносящая его владельцу доход (прибыль). Ресурсы, направляемые на финансирование объектов непроизводственной сферы, на выплаты материальной помощи, уплату и другое, не являются капиталом, поскольку уходят из оборота и не создают прибавочной стоимости.

Первоначальный капитал – эта та сумма средств, которыми должен располагать организация, чтобы начать хозяйственную деятельность.

Объем финансовых ресурсов первоначального капитала можно определить, как сумму затрат на основные средства, производственные запасы и услуги при организации субъекта хозяйствования. Первоначальный капитал оформляется и отражается в бухгалтерском балансе как уставный капитал (уставный фонд).

В зависимости от формы собственности и организационно-правовой формы организации выделяют различные собственные источники финансирования первоначального капитала: финансирование из бюджета, целевых бюджетных фондов, акции, паи, вклады учредителей.

В процессе функционирования предприятия возникает *текущий капитал*, который образуется за счет *собственных финансовых ресурсов*:

- *полученной прибыли от всех видов деятельности,*
- *начисленной амортизации,*
- *эмиссии акций, получения дополнительных долевых и паевых взносов.*

Формы привлечения заемных средств представлены в таблице 1.1.

Структура капитала – это содержание актива баланса. Структура капитала в денежной форме включает два основных раздела – **долгосрочные активы и краткосрочные активы:**

- средства, вложенные в основные средства (фонды);
- нематериальные активы;
- другие долгосрочные активы;
- оборотные производственные фонды,
- фонды обращения.

Таблица 1.1 – Формы привлечения заемных средств организацией

<p>Формы привлечения заемных средств</p>	<p>Кредиторы (физические и юридические лица)</p>
<p>1. Кредиты 1.1. банковские коммерческие 1.2.</p>	<p>- банки, финансовые компании, страховые компании - организации – производители товара, оптовые продавцы.</p>
<p>2. Бюджетные ассигнования</p>	<p>- республиканский и местные бюджеты</p>
<p>3. Инвестиции</p>	<p>- инвестиционные фонды, банки, фирмы</p>
<p>4. Лизинг</p>	<p>- лизинговые фирмы и банки</p>
<p>5. Эмиссия ценных бумаг</p>	<p>- организации, банки, физические лица (тот, кто покупает)</p>
<p>6. Факторинг 7. Франчайзинг</p>	<p>- банки (специализированные отделы) - известные фирмы, заинтересованные в распространении своей технологии и своего товарного знака</p>

Основные средства – *средства труда, которые многократно используются в хозяйственном процессе, при этом они сохраняют свою натурально-вещественную форму.* Стоимость основных средств переносится на готовый продукт частями, по мере их износа в виде амортизации, и возвращается субъекту хозяйствования в процессе реализации. Денежные средства, инвестированные на приобретение основных фондов, называются основными средствами (основным капиталом).

Нематериальные активы представляют собой *вложение финансовых ресурсов в нематериальные объекты, в том числе, имущественные права на объекты промышленной собственности; произведения науки, литературы, искусства; объекты смежных прав; компьютерные программы и базы данных; использование объектов интеллектуальной собственности; права пользования земельными участками, природными ресурсами и др.* Особенности нематериальных активов являются отсутствие материально-вещественной структуры и сложность определения их стоимости и дохода от их применения.

Другие долгосрочные активы – это средства организации, представляющие собой *доходные вложения в материальные активы, долгосрочные финансовые вложения, оборудование к установке и строительные материалы, вложения в долгосрочные активы, отложенные налоговые активы.*

Средства, авансированные в оборотные производственные фонды и фонды обращения, представляют собой краткосрочные активы (оборотный капитал). Оборотные производственные фонды состоят из производственных запасов, незавершенного производства, расходов будущих периодов.

Фонды обращения включают готовую продукцию, товары отгруженные, денежные средства в кассе и на счетах в банках, дебиторскую задолженность и краткосрочные финансовые вложения, прочие оборотные активы.

Деньги, вкладываемые в производственно-торговый процесс (капитал), авансируются. Это значит, что после завершения кругооборота средств они возвращаются в выручке от реализации продукции (работ, услуг).

Капитал организации можно также определить и как совокупность собственного и заемного капитала. Для устойчивого финансового состояния организации первостепенное значение приобретает доля собственного капитала субъекта хозяйствования в общей сумме капитала. Этот показатель носит название коэффициента финансовой независимости, поскольку показывает, насколько организация не зависит от внешних источников финансирования. И чем выше значение данного показателя, тем более финансово независимой считается организация.

В балансе отражается состояние средств организации в денежной оценке на определенную дату в двух разрезах:

- по составу (активы);
- по источникам формирования (собственный капитал и обязательства).

Одна и та же сумма средств, находящихся в распоряжении организации, показывается двояко, что дает возможность получить представление о том, куда вложены финансовые ресурсы субъекта хозяйствования (актив баланса) и каковы источники их происхождения (собственный капитал и обязательства).

Общие итоги по активу и пассиву баланса совпадают. В учетно-аналитической практике принято итог баланса называть валютой баланса.

Структура баланса в настоящее время имеет следующий вид (таблица 1.2):

Таблица 1.2 – Структура бухгалтерского баланса

<u>Активы</u>	<u>Пассивы</u>
<ul style="list-style-type: none">• <u>Внеоборотные активы</u>• <u>Оборотные активы</u>	<ul style="list-style-type: none">• <u>Капитал и резервы</u>• <u>Долгосрочные обязательства</u>• <u>Краткосрочные обязательств</u>

В экономической литературе под термином **структура капитала** принято понимать **соотношение между заемным (привлеченным) и собственным капиталом организации, которые необходимы для ее устойчивого развития.** От того, насколько данное соотношение капитала оптимально, зависит в целом реализация долгосрочной стратегии развития организации.

Собственный капитал включает активы организации, которые используются ею для создания некоторой части имущества организации и которые принадлежат ей на праве собственности. Структура капитала собственного включает в себя следующие компоненты: - **добавочный капитал** (*представлен стоимостью имущества, которое внесли учредители помимо средств, образующих уставной капитал; это стоимости, которые образуются при переоценке имущества в результате изменения его стоимости, а также иные поступления*); - **резервный капитал** (это та часть собственного капитала предприятия, которая выделяется из полученной прибыли с целью погашения потенциальных убытков или потерь); - **нераспределенная прибыль** (*является основным средством накопления активов организации; образуется из валовой прибыли после уплаты налога на прибыль, а также после отчислений на иные нужды из прибыли*); - **фонды специального назначения** (*часть чистой прибыли, которую организация направляет на*

производственное или социальное развитие); - **прочие резервы** (такие резервы необходимы на случай предстоящих крупных расходов, которые включаются в себестоимость продукции или услуг).

Заемный капитал организации представлен привлеченными денежными средствами или иными имущественными ценностями на основе их возврата, которые необходимы для финансирования развития организации. *К ним относят банковские кредиты, а также займы по облигациям.* Следует отметить, что **оптимальная структура капитала организации – это такое соотношение собственного капитала и долговых обязательств, которое способно максимизировать общую стоимость организации.** В экономической практике нет четкой рекомендации, как сформировать наилучшую структуру капитала. С одной стороны *принято считать, что в среднем цена заемного капитала ниже, чем собственного.* Однако на практике в этом случае можно прийти к снижению стоимости фирмы, которая зависит от рыночной стоимости собственного капитала организации. т.к. привлечение заемного капитала имеет ряд ограничений, а *рост долговых обязательств напрямую влияет на возможность банкротства компании.* К тому же имеющиеся долговые обязательства существенно ограничивают свободу действий при рефинансировании старых или получении новых кредитов.

Различия между собственным и заемным капиталом предприятия

Признак	Вид капитала в структуре капитала предприятия	
	Собственный	Заемный
Непосредственное право на участие в управлении предприятием	Дает такое право	Не дает такого права
Отношение к финансовому риску	Увеличение доли собственного капитала снижает финансовый риск	Увеличение доли заемного капитала увеличивает финансовый риск
Право на получение прибыли	По остаточному принципу	Первоочередные
Очередность удовлетворения требований при банкротстве	По остаточному принципу	Первоочередные
Срок и условия оплаты и возврата капитала	Однозначно не установлены	Четко определены кредитным соглашением
Основное направление финансирования	Долгосрочные активы	Краткосрочные активы
Снижение налога на прибыль за счет отнесения	Такая возможность отсутствует	Такая возможность присутствует

Основной и оборотный капитал

Капитал в материально-вещественном воплощении подразделяется на основной и оборотный капитал.

К **основному капиталу** относятся *материальные факторы длительного пользования, такие, как здания, сооружения, машины, оборудование и т.п.*

Оборотный капитал расходуется *на покупку средств для каждого производственного цикла (сырья, основных и вспомогательных материалов и т. п.), а также на оплату труда.*

Основной капитал служит в течение ряда лет, оборотный — полностью потребляется в течение одного цикла производства.

Основной капитал в большинстве случаев отождествляется с основными фондами (основными средствами) предприятия. Однако *понятие основного капитала шире, так как кроме основных фондов (зданий, сооружений, машин и оборудования), представляющих его значительную часть, в состав основного капитала включается также незавершенное строительство и долгосрочные инвестиции — денежные средства, направленные на прирост запаса капитала.*

Структура капитала формирует соотношение доходности и риска в процессе развития предприятия.

Финансовая структура капитала — это структура основных источников средств, т. е. соотношение собственного и заемного капитала.

Финансовый капитал предприятия *состоит из собственного и заемного*.

Собственный капитал

Собственный капитал и резервы включают вложенный капитал и накопленную прибыль.

Вложенный капитал — это капитал, инвестированный собственником (уставной и добавочный капитал, целевые поступления). Собственный капитал предприятия включает нераспределенную прибыль, резервный капитал, различные фонды.

Накопленная прибыль — это прибыль за вычетом налогов и дивидендов, которую предприятие заработало в предшествующий и настоящий период.

Заемный капитал в структуре капитала предприятия состоит из кратко- и долгосрочных обязательств. **Долгосрочные обязательства** — это кредиты и займы со сроком погашения более года. **Краткосрочные обязательства** — это обязательства со сроком погашения менее 1 года (например, краткосрочные кредиты и займы, кредиторская задолженность).

Финансовая устойчивость предприятия — его платежеспособность.

Коэффициенты оценки финансовой устойчивости предприятия следующие:

1. Коэффициент концентрации собственного капитала

$$K_{\text{КСК}} = \frac{K_c}{K} \times 100\%,$$

где K_c — собственный капитал; K — суммарный (собственный и заемный) капитал; $K_{\text{КСК}}$ — доля собственного капитала в финансовой структуре капитала.

Для сохранения финансовой устойчивости $K_{\text{КСК}}$ должен быть не менее 60% ($K_{\text{КСК}} \geq 60\%$).

2. Коэффициент финансовой зависимости

$$K_{\text{ФЗ}} = \frac{K_z}{K_c} \times 100\%,$$

где K_z — заемный капитал; K_c — собственный капитал; $K_{\text{ФЗ}}$ — характеризует финансовую зависимость предприятия от внешних займов.

Чем выше $K_{\text{ФЗ}}$, тем выше финансовая зависимость хуже финансовая устойчивость предприятия.

Финансовая устойчивость предприятия связана с понятием «цена капитала».

Цена (стоимость) капитала — это общая сумма средств, которую необходимо уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему.

Цена капитала характеризует:

- уровень цены, которую предприятие должно уплатить владельцам
- норму прибыли инвестированного капитала

Каждый источник финансовых средств имеет свою цену. Поэтому выделяют **показатель средневзвешенной цены капитала.**

Цена источников привлеченных средств рассчитывается в процентах к привлеченным средствам. Зная цены отдельных источников и их долю в общей сумме авансированного капитала, можно определить **средневзвешенную цену капитала:**

$$C_k = \sum (C_j \times q_j)$$

где C_k — цена капитала предприятия; j — количество источников средств; C_j — цена каждого источника; q_j — доля источников в общей сумме капитала.

Финансовый риск

Оценка финансовой структуры капитала неразрывно связана с расчетом **финансового риска**.

Расчет **эффекта финансового рычага** дает количественную оценку финансового риска.

Финансовый риск — комплексное понятие, включающее вероятность:

- потери прибыли в связи с чрезмерными объемами заемного капитала;
- уплаты процентов и основной части долга не в срок.

Методы расчета финансового рычага:

I метод:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СНП}) \times (\text{ЭР} - \text{СРСП}) \times \frac{K_z}{K_c};$$

где СНП — ставка налога на прибыль; ЭР — экономическая рентабельность; K_z — заемный капитал; K_c — собственный капитал; СРСП — средняя расчетная ставка процента; ЭФР — эффект финансового рычага (возможное приращение к рентабельности собственных средств, связанное с использованием заемных средств).

Если $\text{СРСП} < \text{ЭР}$, то у предприятия, использующего заемные средства, рентабельность собственных средств возрастет на ЭФР.

Если $\text{СРСП} > \text{ЭР}$, то рентабельность собственных средств у предприятия, берущего кредит, будет ниже, чем у предприятия, которое этого не делает.

II метод:

$$\text{ЭФР} = \frac{\text{Прибыль до уплаты процентов и налогов}}{\text{Прибыль за вычетом процентов и налогов}}$$

Понятие и экономическая сущность стоимости капитала

Под стоимостью капитала понимается доход, который должны принести инвестиции для того, чтобы они себя оправдали с точки зрения инвестора.

Стоимость капитала выражается в виде процентной ставки (или доли единицы) от суммы капитала, вложенного в какой-либо бизнес, которую следует заплатить инвестору в течение года за использование его капитала. Инвестором может быть кредитор, собственник (акционер) предприятия или само предприятие. В последнем случае предприятие инвестирует собственный капитал, который образовался за период, предшествующий новым капитальным вложениям и следовательно принадлежит собственникам предприятия. В любом случае за использование капитала надо платить и мерой этого платежа выступает стоимость капитала.

Обычно считается, что стоимость капитала - это альтернативная стоимость, иначе говоря доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при неизменной величине риска. В самом деле, если компания хочет получить средства, то она должна обеспечить доход на них как минимум равный величине дохода, которую могут принести инвесторам альтернативные возможности вложения капитала.

На стоимость капитала оказывают влияние следующие факторы:

- о уровень доходности других инвестиций,**
- о уровень риска данного капитального вложения,**
- о источники финансирования.**

Подходы и модели определения стоимости капитала

Пример 1. Пусть банк предоставляет предприятию кредит на условиях \$2 на каждый имеющийся у него \$1 собственных средств. Своих денег предприятие не имеет, но может привлечь акционерный капитал, начав выпуск акций. Банк предоставляет кредит по ставке 6%, а акционеры согласны вкладывать деньги при условии получения 12%. Если предприятию необходимы \$3,000, то оно должно получить чистый денежный доход $\$2,000 \cdot 0.06 = \120 с тем, чтобы удовлетворить требованиям банка и $\$1,000 \cdot 0.12 = \120 для удовлетворения требований акционеров. Таким образом, стоимость капитала составит $\$240/\$3,000 = 8\%$.

Точно такой же результат можно получить, используя следующую схему:

Вид капитала	Стоимость		Доля		Компоненты
Заемный	6%	*	2/3	=	4%
Собственный	12%	*	1/3	=	4%
Общая стоимость капитала					8%

В этих условиях по мере того как растет доля дешевого заемного капитала, стоимость которого всегда меньше стоимости собственного капитала, средневзвешенная стоимость капитала WACC снижается.

Такой подход часто называют вычислением взвешенной средней стоимости капитала, которая часто обозначается WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Для того, чтобы определить общую стоимость капитала, необходимо сначала оценить величину каждой его компоненты.

Обычно структура капитала предприятия включает

1. Собственный капитал в виде обыкновенных акций и накопленной прибыли за счет деятельности предприятия;
2. Сумму средств, привлеченных за счет продажи привилегированных акций;
3. Заемный капитал в виде долгосрочного банковского кредита и выпуска облигаций.

Модели определения стоимости собственного капитала

Стоимость собственного капитала - это денежный доход, который хотят получить держатели обыкновенных акций. Различают несколько моделей, каждая из которых базируется на использовании информации, имеющейся в распоряжении того, кто оценивает капитал.

Модель прогнозируемого роста дивидендов. Расчет стоимости собственного капитала основывается на формуле

$$C_e = \frac{D_1}{P} + g, \quad (6.1)$$

где C_e - стоимость собственного капитала,

P - рыночная цена одной акции,

D_1 - дивиденд, обещанный компанией в первый год реализации инвестиционного проекта,

g - прогнозируемый ежегодный рост дивидендов.

Пример 2. Текущая цена одной обыкновенной акции компании составляет \$40. Ожидаемая в следующем году величина дивиденда \$4. Кроме того, предприятие планирует ежегодный прирост дивидендов 4%. Используя формулу (6.1) получаем

$$C_e = \frac{4}{40} + 0.04 = 0.14 = 14\%$$

Данная модель применима к тем компаниям, величина прироста дивидендов которых постоянна.

Модель прибыли на акцию. Данная модель оценки стоимости собственного капитала базируется на показателе прибыли на акцию, а не на величине дивидендов. Многие инвесторы считают, что именно показатель величины прибыли на акцию отражает реальный доход, получаемый акционерами, независимо от того, выплачивается ли он в виде дивидендов или реинвестируется с тем, чтобы принести инвесторам выгоды в будущем. Инвесторы пристально следят за показателем прибыли на одну акцию, который публикуется в отчетных документах компании, а управляющие компанией стремятся не создавать ситуаций, приводящих к падению этого показателя. Итак, согласно данной модели стоимость собственного капитала определяется по формуле

$$C_e = \frac{P}{P}, (6.2)$$

где P - величина прибыли на одну акцию,

P - рыночная цена одной акции.

Пример 4. Величина прибыли на 1 акцию компании XGG составила \$5, а рыночная цена акции в среднем равнялась \$40. Согласно модели прибыли на акцию оценка стоимости собственного капитала составляет

$$C_e = \frac{\$5}{\$40} = 12.5\%$$

К сожалению, все приведенные выше модели являются лишь оценочными. Действительность такова, что ни одна из моделей не может точно предсказать истинную стоимость собственного капитала и обычно все модели в конечном итоге приводят к различным результатам.

Модель определения стоимости привилегированных акций

Данная модель является весьма простой, поскольку доход на привилегированные акции устанавливается обычно весьма простым способом: по привилегированным акциям обычно выплачивается фиксированный дивиденд и сверх этого дивиденда, независимо от размера прибыли, ничего не выплачивается. Поэтому доходность по привилегированным акциям (стоимость привилегированных акций) рассчитывается по следующей формуле

$$C_p = \frac{D}{P}, \quad (6.4)$$

где D - величина ежегодного дивиденда на акцию,

P - рыночная цена одной акции.

Пример 9. По привилегированным акциям компании XXX выплачивается ежегодный дивиденд в размере \$8, текущая рыночная цена акции составляет \$100 за акцию. Следовательно, стоимость привилегированной акции компании XXX составляет

$$C_p = \frac{\$8}{\$100} = 8\%$$

Взвешенная средняя стоимость капитала

Последним шагом в оценке общей стоимости для компании является комбинирование стоимости средств, полученных из различных источников. Эту общую стоимость часто называют взвешенной средней стоимостью капитала, так как она представляет собой среднее из стоимостей отдельных компонентов, взвешенных по их доле в общей структуре капитала.

Расчет взвешенной средней стоимости капитала производится по формуле:

$$WACC = W_d \cdot C_d \cdot (1 - T) + W_p \cdot C_p + W_e \cdot C_e, \quad (6.3)$$

где W_d , W_p и W_e - соответственно доли заемных средств, привилегированных акций, собственного капитала (обыкновенных акций и нераспределенной прибыли), C_d , C_p и C_e - стоимости соответствующих частей капитала, T - ставка налога на прибыль.

Пример 13. Рыночная стоимость обыкновенных акций компании АВ составляет \$450,000, привилегированные акции составляют \$120,000, а общий заемный капитал - \$200,000. Стоимость собственного капитала равна 14%, привилегированных акций 10%, а облигаций компании 9%. Необходимо определить взвешенную среднюю стоимость капитала компании при ставке налога $T = 30\%$.

Вычислим сначала доли каждой компоненты капитала. Общая сумма капитала компании составляет $\$450,000 + \$120,000 + \$200,000 = \$770,000$. Поэтому

$$W_d = \frac{\$200,000}{\$770,000} = 25.97\%;$$

$$W_p = \frac{\$120,000}{\$770,000} = 15.58\%;$$

$$W_e = \frac{\$450,000}{\$770,000} = 58.45\%;$$

Расчет WACC удобно производить с помощью таблицы

Вид	Стоимость		Доля		Взвешенная стоимость
Заемный капитал	$9\%(1-0.3)$	⊗	0.2597	=	1.636
Привилегированные акции	10%	⊗	0.1558	=	1.558
Обыкновенные акции	14%	⊗	0.5845	=	8.183
Взвешенная средняя стоимость капитала					11.377%

Таким образом, агрегированная (средняя взвешенная) стоимость капитала компании составляет 11.38 процентов.

Дивиденды – регулярные выплаты собственникам пропорционально их доле в уставном капитале, источником которых является чистая прибыль. Они устанавливаются в %-х от номинальной стоимости акций или в абсолютной величине. Для привилегированных акций размер и способ определения дивидендов определяется при их эмиссии.

Принятие решения о выплате дивидендов принимает Общее собрание акционеров. Принятие решения о выплате дивидендов, об-во д. сделать по акциям каждого типа.

Виды дивидендов:

- кумулятивные дивиденды**-предоставляют возможность накопления дивидендов по привилегированным акциям;
- дивиденды участия** – дивиденды, дающие право владельцам привилегированных акций получать дивиденды наравне с владельцами обыкновенных акций;
- фиксированные дивиденды** – фиксированная доля номинальной стоимости привилегированных акций или дивиденды, определяемые уставом;
- дивиденды с переменной ставкой** – выплачиваемые по плавающей ставке.

Дивидендная политика – совокупность ориентиров и ограничений по формированию распределения прибыли между собственниками в соответствии с их вкладом в уставной капитал и инвестициями в развитие компании. Она включает выбор размера дивиденда, источника финансирования выплат и формы выплаты дивидендов.

Имеются следующие теории дивидендной политики:

-теория независимых дивидендов (Модильяни Ф. и Миллер М.) утверждает, что цена акций компании и ее рыночная капитализация не зависят от дивидендной политики. Инвесторам безразлично, получать доход в виде прироста стоимости акций или дивидендов. Стоимость предприятия определяется его способностью приносить прибыль при минимизации риска;

-теория предпочтительности дивидендов или сеница в руках (Гордон М., Литнер Д.) считают что 1 руб. прироста дивидендов стоит больше 1 руб. прироста капитала. Необходимо максимизировать выплату див-в

-теория минимизации див-в или теория налоговых предпочтений (Литценбергер Р., Линтнер Д.) отдает предпочтение увеличению инвестиций и росту капитала, т. к. двойное налогообложение дивидендов невыгодно их получателям. Необходимо минимизировать дивидендные выплаты при максимальном росте капитализации компании.