**УПРАВЛЕНИЕ СОБСТВЕННЫМ КАПИТАЛОМ1**

Собственный капитал является основой финансовой устойчивости и стабильного функционирования

любого коммерческого предприятия. В последние годы меняется подход к учету собственного капитала, а

также усиливается роль данного показателя в анализе финансово-хозяйственной деятельности организации.

Собственный капитал представляет собой величину вложения собственников, изменившуюся под

воздействием фактов хозяйственной деятельности, в виде стоимости активов, не обремененных

обязательствами, используемыми обществом с целью получения доходов.

Управление собственным капиталом базируется на использовании современных методик анализа и

включает в себя следующие важные этапы:

1) формирование собственных финансовых ресурсов внутренних и внешних источников;

2) оптимизация структуры капитала;

3) оценка эффективности управления собственным капиталом.

Управление собственным капиталом связано не только с обеспечением эффективного использования

уже накопленной его части, но и с формированием собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих

предстоящее развитие предприятия. Формирование собственных финансовых ресурсов осуществляется по

следующим этапам.

В первую очередь изучается соотношение внешних (дополнительно привлеченного акционерного

капитала или целевого финансирования) и внутренних (нераспределенной прибыли и накопленной

амортизации) источников формирования собственных финансовых ресурсов, а также стоимость привлечения

собственного капитала за счет различных источников. В процессе их оценки необходимо обратить внимание,

что на объем внутренних источников, а именно на нераспределенную прибыль, непосредственно оказывает

влияние проводимая в организации дивидендная политика. Она включает в себя следующие направления:

а) выбор типа дивидендной политики;

б) разработка механизма распределения прибыли в соответствии с выбранной дивидендной политикой;

в) определение уровня дивидендных выплат на одну акцию;

г) определение формы выплаты дивидендов.

На объем внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов оказывает влияние

проводимая в организации эмиссионная политика, которая включает в себя следующие задачи:

а) исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций путем

проведения всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценка

инвестиционной привлекательности своих акций;

б) определение целей эмиссии;

в) определение объема эмиссии;

г) определение номинала, вида и количества эмитируемых акций;

д) оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала.

На втором этапе формирования собственных финансовых ресурсов определяется их общая

потребность, величина которой охватывает необходимую сумму собственных средств, формируемых как за

счет внутренних, так и за счет внешних источников.

На третьем этапе оценивается стоимость привлечения собственного капитала из различных источников.

Результаты оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора

альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов.

Обеспечение максимального объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет

внутренних источников является четвертым этапом. В первую очередь, следует предусмотреть возможности

роста их объема за счет различных резервов.

Пятый этап – обеспечение необходимого объема привлечения собственных ресурсов из внешних

источников в случае, если не удалось сформировать необходимый уровень собственного капитала за счет

внутренних источников финансирования.

На заключительном этапе формирования собственных финансовых ресурсов оптимизируется

соотношение внутренних и внешних источников формирования. Процесс оптимизации структуры

собственного капитала основывается на следующих условиях:

1) обеспечении минимальной совокупной привлечения собственных финансовых ресурсов;

2) обеспечении сохранения управления первоначальными его учредителями.

В процессе финансового управления капиталом недостаточно оптимизировать структуру только

собственного капитала, необходимо сформировать показатель целевой структуры всего капитала [1].

Данный процесс оптимизации основан на трех критериях.

1. Критерий максимизации уровня рентабельности. Анализ заключается в многовариантных расчетах с

использованием финансового левериджа.

1 Работа выполнена под руководством канд. экон. наук, доц. М.С. Кузьмина.

2. Критерий минимизации стоимости капитала. Процесс оптимизации основан на предварительной

оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и

осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.

3. Критерий минимизации финансовых рисков. Этот метод оптимизации структуры капитала связан с

процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов

предприятия, в зависимости от отношения собственников или менеджеров к финансовым рискам.

Оценка эффективности управления собственным капиталом проводится на основе анализа его

рентабельности. Данный показатель представляет собой соотношение величины чистой прибыли к

среднегодовой стоимости собственного капитала.

Рассмотрим такие методики анализа рентабельности собственного капитала, как факторная модель,

основанная на формуле «Du Pont» [2], и методика анализа рентабельности собственного капитала с

использованием эффекта финансового левериджа.

Формула «Du Pont» устанавливает взаимосвязь между рентабельностью собственного капитала и тремя

основными финансовыми показателями предприятия: прибыльностью продаж, оборачиваемостью всех

активов и финансовым рычагом. Ее можно представить в следующем виде

СК

P P Коб АКТ СК = ПР АКТ .

Углубить анализ рентабельности собственного капитала можно за счет детального изучения причин

изменения каждого факторного показателя исследуемой модели.

Согласно методике анализа доходности собственного капитала с использованием эффекта финансового

левериджа рентабельность может быть представлена в следующем виде

РСК = (1− н) Ркапитала + ЭФР .

Здесь доходность собственного капитала выражается через влияние трех факторов: налоговый фактор

(l – н), где н – ставка налога на прибыль, экономическая рентабельность (Ркапитала) как результат

инвестиционных решений и эффект финансового рычага (ЭФР) как результат принятия финансовых

решений.

Данная методика отображает возможность влияния на доходность собственного капитала и на размер

чистой прибыли через привлечение заемного капитала. Эффект финансового левериджа (рычага),

возникающий за счет разницы между рентабельностью активов и стоимостью заемных средств, показывает

уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования

заемных средств

СК

ЭФР (1 н) (Р ) ЗК = − АКТ − *i* .

Приведенная формула расчета эффекта финансового левериджа позволяет выделить в ней три

основные составляющие:

1) налоговый корректор финансового левериджа (1 – н), который показывает, в какой степени

проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли;

2) дифференциал финансового левериджа (РАКТ – *i*), который характеризует разницу между

коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит;

3) коэффициент финансового левериджа (ЗК/СК), который характеризует сумму заемного капитала,

используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Коэффициент финансового левериджа является тем рычагом, который вызывает положительный или

отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего 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.

Следовательно, финансовый рычаг становится главной причиной как повышения суммы и уровня

прибыли на собственный капитал, так и появления финансового риска потери этой прибыли.

Применение данных методик оценки эффективности использования собственного капитала

способствует пониманию причин тех или иных изменений его рентабельности и принятию более

взвешенных решений в процессе управления собственным капиталом организации.

*Кафедра* «*Экономика и менеджмент*»\_\_

1.2.Управление собственным капиталом предприятия

Управление собственным капиталом связано не только с обеспечением эффективного использования уже накопленной его части, но и с формированием собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих предстоящее развитие предприятия. В процессе управления формированием собственных финансовых ресурсов они классифицируются по источникам этого формирования. Состав основных источников формирования собственных [финансовых ресурсов предприятия](http://www.SmartCat.ru/Referat/dtselramqw.shtml) приведен на рисунке 1.3.

Рис. 1.3. – Состав основных источников формирования собственных финансовых ресурсов предприятия

Рис. 1.3. – Состав основных источников формирования собственных финансовых ресурсов предприятия

В составе внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, она формирует преимущественную часть его собственных финансовых ресурсов, обеспечивает прирост собственного капитала, а соответственно и рост рыночной стоимости предприятия. Определенную роль в составе внутренних источников играют также амортизационные отчисления, особенно на предприятиях с высокой стоимостью используемых собственных основных средств и нематериальных активов; однако сумму собственного капитала предприятия они не увеличивают, а лишь являются средством его реинвестирования. Прочие внутренние источники не играют заметной роли в формировании собственных финансовых ресурсов предприятия.

В составе внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит привлечению предприятием дополнительного паевого (путем дополнительных взносов средств в [уставный фонд](http://www.SmartCat.ru/Management/otlelrambl.shtml)) или акционерного (путем дополнительной эмиссии и реализации акции) капитала. Для отдельных предприятий одним из внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов может являться предоставляемая им безвозмездная финансовая помощь (как правило, такая помощь оказывается лишь отдельным государственным предприятиям разного уровня). В число прочих внешних источников входят бесплатно передаваемые предприятию материальные и нематериальные активы, включаемые в состав его баланса.

Основу управления [собственным капиталом предприятия](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/utfekramhf.shtml) составляет управление формированием его собственных финансовых ресурсов. В целях обеспечения эффективного управления этим процессом на предприятии разрабатывается обычно специальная финансовая политика, направленная на привлечение собственных финансовых ресурсов из различных источников в соответствии с потребностями его развития в предстоящем периоде.

Основными задачами [управления собственным](http://www.SmartCat.ru/Referat/ktjelramxp.shtml) капиталом являются

- определение целесообразного размера [собственного](http://www.SmartCat.ru/Referat/rtfekramei.shtml) капитала;

- увеличение, если требуется, размера собственного капитала за счет [нераспределенной прибыли](http://www.SmartCat.ru/Management/dtwegramqw.shtml) или дополнительного выпуска акций;

- определение рациональной структуры вновь выпускаемых акций;

- определение и реализация дивидендной политики.

Разработка политики формирования собственных [финансовых ресурсов предприятия](http://www.SmartCat.ru/Referat/dtselramqw.shtml) осуществляется по следующим основным этапам.

1. Анализ формирования собственных финансовых ресурсов предприятия в предшествующем периоде.

Целью такого [анализа](http://www.SmartCat.ru/Referat/etjebramrv.shtml) является выявление потенциала формирования собственных финансовых ресурсов и его соответствия темпам развития предприятия.

На первом этапе анализа

изучаются общий объем формирования [собственных](http://www.SmartCat.ru/Referat/ptfekramck.shtml) финансовых ресурсов, соответствие темпов прироста

[собственного](http://www.SmartCat.ru/Referat/rtfekramei.shtml) капитала темпам прироста активов и объема реализуемой продукции предприятия, динамика удельного веса собственных ресурсов в общем объеме формирования финансовых ресурсов в предплановом периоде.

На втором этапе анализа

рассматриваются источники формирования собственных финансовых ресурсов. В первую очередь изучается соотношение внешних и внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов, а также стоимость привлечения собственного капитала за счет различных источников.

На третьем этапе анализа

оценивается достаточность собственных финансовых ресурсов, сформированных на предприятии в предплановом периоде.

2. Определение общей [потребности](http://www.SmartCat.ru/Referat/vtjeiramie.shtml) в собственных финансовых ресурсах.

Эта потребность определяется по следующей формуле

Псфр = (Пк \* Уск) / 100 – СКн + Пр

где Псфр –общая потребность в собственных финансовых ресурсах предприятия в планируемом периоде;

Пк – общая потребность в капитале на конец планового периода;

Уск – планируемый удельный вес собственного капитала в общей его сумме;

СКн – сумма собственного капитала на начало планируемого периода;

&[nbsp](http://www.smartcat.ru/Management/rtteoramei.shtml);Пр – сумма прибыли направляемой на потребление в плановом периоде.

Рассчитанная общая потребность охватывает необходимую сумму собственных финансовых ресурсов формируемых как за счет внутренних, так и за счет внешних источников.

3. Оценка [стоимости](http://www.SmartCat.ru/Management/ktnekramxp.shtml) привлечения собственного капитала из различных источников. Такая оценка проводится в разрезе основных элементов собственного капитала формируемого за счет внутренних и внешних источников. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих прирост собственного капитала предприятия.

4. Обеспечение максимального объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников. До того, как обращаться к внешним источникам формирования собственных финансовых ресурсов, должны быть реализованы все возможности их формирования за счет внутренних источников. Так как ровными планируемыми внутренними источниками формирования собственных финансовых ресурсов предприятия являются сумма чистой прибыли и амортизационных отчислении, то в первую очередь следует в процессе планирования этих показателей предусмотреть возможности их роста за счет различных резервов.

Метод [ускоренной амортизации](http://www.SmartCat.ru/Referat/ctjebrampx.shtml) активной части основных средств увеличивает возможности формирования собственных финансовых ресурсов за счет этого источника. Однако, следует иметь в виду, что рост суммы амортизационных отчислении в процессе проведения ускоренной амортизации отдельных видов основных средств приводит к определенному уменьшению суммы чистой прибыли. Поэтому при изыскании резервов роста собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников следует исходить из необходимости максимизации совокупной их суммы.

5. Обеспечение необходимого объема привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников. Объем привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников призван обеспечить ту их часть, которую не удалось сформировать за счет внутренних [источников финансирования](http://www.SmartCat.ru/Referat/ztqeeramma.shtml). Если сумма привлекаемых за счет внутренних источников собственных финансовых ресурсов полностью обеспечивает общую потребность в них в плановом периоде, то в привлечении этих ресурсов за счет внешних источников нет необходимости.

Доктор [экономических наук](http://www.SmartCat.ru/Referat/ktpemramxp.shtml), профессор

[Бланк](http://www.SmartCat.ru/Referat/itvebramvr.shtml) И.А.

[потребность](http://www.SmartCat.ru/Referat/vtjeiramie.shtml) в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников предлагает рассчитывать по следующей формуле:

СФРвнеш = Псфр - СФРвнут ,

где СФРвнеш – потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников;

Псфр – общая потребность в собственных [финансовых ресурсах предприятия](http://www.SmartCat.ru/Referat/dtselramqw.shtml) в планируемом периоде;

СФРвнут – сумма [собственных](http://www.SmartCat.ru/Referat/ptfekramck.shtml) финансовых ресурсов планируемых к привлечению за счет внутренних источников.

Обеспечение удовлетворения потребности в собственных финансовых ресурсах за счет внешних источников планируется за привлечения дополнительного [паевого капитала](http://www.SmartCat.ru/Referat/ltteeramyo.shtml), дополнительной эмиссии акций или за счет других источников.

6. [Оптимизация](http://www.SmartCat.ru/Referat/xtmehramkc.shtml) соотношения внутренних и внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов.

[Процесс](http://www.SmartCat.ru/Referat/ptxebramck.shtml) этой оптимизации основывается на следующих критериях:

- обеспечении минимальной совокупной стоимости привлечения собственных финансовых ресурсов. Если стоимость привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников существенно превышает планируемую стоимость привлечения [заемных средств](http://www.SmartCat.ru/Referat/vtredramie.shtml), то от такого формирования собственных ресурсов следует отказаться;

- обеспечении сохранения [управления](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/ttielramgg.shtml) предприятием первоначальными его учредителями. Рост дополнительного паевого или акционерного капитала за счет сторонних инвесторов может привести к потере такой управляемости.

[Эффективность](http://www.SmartCat.ru/Referat/stwemramfh.shtml) разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов оценивается с помощью коэффициента самофинансирования развития предприятия в предстоящем периоде. Его уровень должен соответствовать поставленной цели.

[Коэффициент](http://www.SmartCat.ru/Referat/jttebramwq.shtml) самофинансирования развития предприятия рассчитывается по следующей формуле

где Ксф – коэффициент самофинансирования предстоящего развития предприятия;

СФР – планируемый объем формирования собственных финансовых ресурсов;

А – планируемый [прирост](http://www.SmartCat.ru/Referat/ctqeirampx.shtml) активов предприятия;

ПП – планируемый объем [потребления](http://www.SmartCat.ru/Referat/ptjeiramck.shtml) чистой прибыли.

Успешная реализация разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов связана с решением следующих основных задач:

- обеспечением максимизации формирования [прибыли](http://www.SmartCat.ru/Referat/ntxebramam.shtml) предприятия с учетом допустимого уровня финансового риска;

- формированием эффективной политики [распределения прибыли](http://www.SmartCat.ru/Referat/qtzeiramdj.shtml) (дивидендной политики) предприятия;

- формированием и эффективным осуществлением политики дополнительной эмиссии акций (эмиссионной политики) или привлечения дополнительного паевого капитала.

Основу формирования собственных внутренних финансовых ресурсов предприятия, направляемых на производственное развитие, составляет балансовая прибыль, которая характеризует один из важнейших результатов финансовой деятельности предприятия.

Она представляет собой сумму следующих видов прибыли предприятия:

- прибыли от реализации продукции (или операционную прибыль);

прибыли от реализации имущества;

- прибыли от внереализационных операций.

Среди этих видов главная роль принадлежит операционной прибыли, на долю которой приходится в настоящее время 90-95 % общей суммы [балансовой прибыли](http://www.SmartCat.ru/Management/ktpebramxp.shtml). На многих предприятиях она является единственным источником формирования балансовой прибыли. Поэтому управление формированием прибыли предприятия рассматривается обычно как процесс формирования операционной прибыли (прибыли от реализации продукции).

Основной целью [управления](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/ttielramgg.shtml) формированием операционной прибыли

[предприятия](http://www.SmartCat.ru/Referat/ttmeiramgg.shtml) является выявление основных факторов, определяющих ее конечный размер, и изыскание резервов дальнейшего увеличения ее суммы.

Механизм управления формированием операционной прибыли строится с учетом тесной взаимосвязи этого показателя с объемом реализации продукции, доходов и издержек предприятия. Система этой взаимосвязи, получившая название

„Взаимосвязь [издержек](http://www.SmartCat.ru/Referat/stbeeramfh.shtml), объема реализации и прибыли"

[Cost](http://www.SmartCat.ru/Management/ltgearamyo.shtml)

Volume

[Profit](http://www.SmartCat.ru/Management/htuearamus.shtml)

relationships

"] позволяет выделить роль отдельных [факторов](http://www.SmartCat.ru/Referat/otoelrambl.shtml) в формировании операционной прибыли и обеспечить эффективное управление этим процессом на предприятии.

В [процессе](http://www.SmartCat.ru/Referat/otueirambl.shtml) управления формированием операционной прибыли на основе системы «

» предприятие решает следующие задачи:

1. Определение объема реализации продукции, обеспечивающего [безубыточную](http://www.SmartCat.ru/Referat/wtsebramjd.shtml) операционную деятельность в течение короткого периода.

2. Определение объема реализации продукции, обеспечивающего безубыточную операционную деятельность в длительном периоде.

3. Определение необходимого объема реализации продукции, обеспечивающего достижение запланированной (целевой) суммы валовой операционной [прибыли](http://www.SmartCat.ru/Referat/ntxebramam.shtml). Эта задача может иметь и обратную постановку: определение плановой суммы валовой операционной прибыли при заданном плановом объеме реализации продукции.

4. Определение суммы «предела безопасности» (или «[запаса](http://www.SmartCat.ru/Referat/ptvedramck.shtml) прочности») предприятия, т.е. размера возможного снижения объема реализации продукции.

5. Определение необходимого объема реализации продукции, обеспечивающего достижение запланированной (целевой) суммы маржинальной операционной прибыли предприятия. Эта задача может иметь и обратную постановку: определение плановой суммы маргинальной операционной прибыли при заданном плановом объеме реализации продукции.

Разделение всей совокупности операционных [затрат](http://www.SmartCat.ru/Management/rtwedramei.shtml) предприятия на постоянные и переменные позволяет использовать также механизм управления операционной прибылью, известный как «

операционный леверидж».

[Действие](http://www.SmartCat.ru/Referat/otwecrambl.shtml) этого механизма основано на том, что наличие в составе операционных затрат любой суммы постоянных их видов приводит к тому, что при изменении объема

лизации продукции, сумма операционной прибыли всегда изменяется еще более высокими темпами. Иными словами, постоянные операционные затраты (издержки) самим фактом своего существования вызывают непропорционально более высокое изменение суммы операционной прибыли предприятия при любом изменении объема реализации продукции вне зависимости от размера предприятия, отраслевых особенностей его операционной деятельности и других факторов.

Однако, степень такой чувствительности операционной прибыли к изменению объема реализации продукции неоднозначна на предприятиях, имеющих различное соотношение постоянных и переменных операционных затрат. Чем выше удельный вес [постоянных издержек](http://www.SmartCat.ru/Referat/etceeramrv.shtml) в общей сумме операционных затрат предприятия, тем в большей степени изменяется сумма операционной прибыли по отношению к темпам изменения объема реализации продукции.

Соотношение постоянных и переменных операционных затрат предприятия, позволяющее включать механизм операционного левериджа с различной интенсивностью воздействия на операционную прибыль предприятия, характеризуется коэффициентом операционного левериджа, который рассчитывается по следующей формуле

где Кол – [коэффициент](http://www.SmartCat.ru/Referat/jttebramwq.shtml) операционного левериджа;

Ипост– сумма постоянных [операционных издержек](http://www.SmartCat.ru/Referat/xtlehramkc.shtml);

Ио– общая сумма операционных издержек.

Чем выше значение коэффициента операционного левериджа на предприятии, тем в большей степени оно способно ускорять темпы прироста операционной прибыли по отношению к темпам прироста объема реализации продукции. Иными

словами, при одинаковых темпах [прироста](http://www.SmartCat.ru/Referat/ctqeirampx.shtml) объема реализации продукции предприятие, имеющее больший коэффициент операционного левериджа, при прочих равных условиях всегда будет в большей степени приращивать сумму своей операционной прибыли в сравнении с предприятием с меньшим значением этого коэффициента.

Конкретное соотношение [прироста](http://www.SmartCat.ru/Referat/ctqeirampx.shtml) суммы операционной прибыли и суммы объема реализации, достигаемое при определенном коэффициенте операционного левериджа, характеризуется показателем «эффект операционного левериджа». Принципиальная формула расчета этого показателя имеет вид

где Эол – [эффект](http://www.SmartCat.ru/Referat/atwemramnz.shtml) операционного левериджа, достигаемый при конкретном значении его коэффициента на предприятии;

ВОП – [темп прироста](http://www.SmartCat.ru/Referat/qtwekramdj.shtml) валовой операционной прибыли, в %;

ОР – темп прироста объема реализации продукции, в %.

Задавая тот или иной темп прироста объема реализации продукции, используя указанную формулу, можно определить, в каких размерах возрастет сумма операционной прибыли при сложившемся на предприятии коэффициенте операционного левериджа.

Управление [собственным капиталом предприятия](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/utfekramhf.shtml) включает также

определение

[оптимального](http://www.SmartCat.ru/Referat/utmehramhf.shtml) соотношения между собственными и заемными финансовыми ресурсами.

Для того чтобы ответить на эти вопросы, необходимо ознакомиться с понятием финансового [рычага](http://www.SmartCat.ru/Management/ytwejramlb.shtml) и рассмотреть вопрос его функционирования.

[Финансовый рычаг](http://www.SmartCat.ru/Management/utselramhf.shtml) («финансовый леверидж»)

- это [финансовый механизм](http://www.SmartCat.ru/Referat/ptselramck.shtml) управления рентабельностью собственного капитала за счет оптимизации соотношения используемых собственных и заемных финансовых средств.

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

Эффект финансового рычага возникает из-за расхождения между экономической рентабельностью и «ценой» [заемных средств](http://www.SmartCat.ru/Referat/vtredramie.shtml). Экономическая рентабельность активов представляет собой отношение величины эффекта производства (т.е. прибыли до уплаты процентов за кредиты и налога на прибыль) к суммарной величине совокупного капитала предприятия (т.е. всех активов или пассивов).

Иными словами, [предприятие](http://www.SmartCat.ru/Referat/ttmeiramgg.shtml) должно изначально наработать такую экономическую рентабельность, чтобы средств хватило, по крайней мере, для уплаты процентов за кредит.

Для расчета эффекта финансового рычага можно применять следующую формулу

где Рк - [рентабельность](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/utmejramhf.shtml) совокупного капитала (отношение суммы чистой прибыли и цены, уплаченной за заёмные средства и сумме капитала);

Рзк - рентабельность заёмного капитала (отношение цены, уплаченной за заёмные средства к сумме заёмных средств);

ЗК - заёмный [капитал](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/otseerambl.shtml) (среднее значение за период);

СК - [собственный капитал](http://www.SmartCat.ru/Referat/rtteeramei.shtml) (среднее значение за период).

Таким образом, эффект финансового рычага определяет границу экономической целесообразности привлечения заёмных средств.

Высокое положительное значение ЭФР показателя свидетельствует о том, что предприятие предпочитает обходиться собственными средствами, недостаточно использует инвестиционные возможности и не преследует цели максимизации прибыли. В этой ситуации акционеры, получив скромные дивиденды, могут начать продавать акции, снижая [рыночную стоимость](http://www.SmartCat.ru/Management/itwejramvr.shtml) компании.

Если рентабельность вложений в предприятие выше цены заёмных средств, следует увеличивать финансирование из заёмных источников, при этом [темп роста](http://www.SmartCat.ru/Referat/rtwekramei.shtml) прибыли будет зависеть от скорости изменения структуры капитала предприятия (отношения сумм заёмного и собственного капитала). Однако наращивание суммы долга в структуре пассивов сопровождается снижением ликвидности и платёжеспособности заёмщика, ростом рисков, повышением цены предоставляемых кредитов. В результате прибыль от использования и цена заёмных источников выравниваются, что приводит к нулевому значению эффекта финансового рычага.

Дальнейший [рост](http://www.SmartCat.ru/Referat/rtrejramei.shtml) удельного веса заёмного капитала чрезвычайно увеличивает риск банкротства хозяйствующего субъекта и должно восприниматься руководством как сигнал к погашению части долга или поиску источников роста прибыли.

Согласно (1.6.) рентабельность совокупного капитала изменяется в зависимости от динамики отдельных составляющих приведённой формулы. Влияние оказывают следующие [факторы: прибыль](http://www.SmartCat.ru/Referat/ttoeiramgg.shtml) от хозяйственных операций, цена привлечённых ресурсов, соотношение собственного и заёмного капитала.

Очевидно, с увеличением доли привлечённых средств в структуре капитала и снижением финансовой устойчивости происходит уменьшение темпа роста прибыли вплоть до отрицательного значения (т.е. до абсолютного уменьшения прибыли). Таким образом, преследуя цель максимизации прибыли, предприятие должно наращивать долю заёмного капитала в [источниках финансирования](http://www.SmartCat.ru/Referat/ztqeeramma.shtml) при положительном значении ЭФР, одновременно не допуская финансовой неустойчивости.

При анализе ЭФР необходимо отметить проблему обеспечения достоверности информации, используемой при [расчёте показателя](http://www.SmartCat.ru/Referat/kteeiramxp.shtml). ЭФР рассчитывается на базе традиционных бухгалтерских источников информации, что предполагает её корректировку с учётом особенностей анализа. Например, замещение денежной формы расчётов товарной подрывает основу определения рентабельности и доходности предприятия, финансовый результат искажается бартерными сделками. В этой ситуации необходимо корректировать исходные данные с использованием детализированной информации.

Таким образом, эффективное управление финансовыми ресурсами предприятия предполагает активное и целенаправленное воздействие на структуру капитала с целью получения максимальной прибыли от вложенных средств. Оценить оптимальный объём финансирования из заёмных источников возможно с помощью критерия ЭФР. Он позволяет заблаговременно принять решение о воздействии на динамику источников финансирования в нужном направлении для недопущения роста риска инвестиций.

На наш взгляд, решая задачу формирования рациональной структуры средств [предприятия](http://www.SmartCat.ru/Referat/ttmeiramgg.shtml), помимо расчета количественных показателей, необходимо учитывать качественные факторы, в том числе:

Стабильность динамики оборота. Предприятие со стабильным оборотом может позволить себе относительно больший удельный вес [заемных средств](http://www.SmartCat.ru/Referat/vtredramie.shtml) и более значительные постоянные расходы.

Уровень и динамика [рентабельности. Предприятие](http://www.SmartCat.ru/Referat/ztmejramma.shtml) генерирует достаточную прибыль для финансирования развития и обходится в большей степени собственными средствами.

Структура активов. Если предприятие располагает значительными активами общего назначения, способными служить [обеспечением кредитов](http://www.SmartCat.ru/Referat/gtaehramtt.shtml), то увеличение доли заемных средств в структуре пассива вполне оправдано.

Тяжесть налогообложения. Чем выше налог на прибыль, чем меньше [налоговых льгот](http://www.SmartCat.ru/Referat/vtqegramie.shtml) и возможностей использовать ускоренную амортизацию, тем более предпочтительным выглядит долговое финансирование из-за отнесения хотя бы части процентов за кредит на себестоимость. Более того, чем выше налоги, тем сильнее предприятие ощущает недостаток средств и тем чаще оно вынуждено обращаться к кредиту.

Отношение кредиторов к предприятию. Конкретные условия предоставления кредита могут отклоняться от средних в зависимости от финансово-хозяйственного положения предприятия. Для малого и/или начинающего свою деятельность предприятия доступ к кредитным ресурсам особенно затруднен из-за рискованного финансового положения предприятия, недостаточности обеспечения кредита, отсутствия кредитной истории.

Состояние рынка [капиталов](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/otseerambl.shtml). При неблагоприятной конъюнктуре на рынке капиталов иногда приходится просто подчиняться обстоятельствам, откладывая до лучших времен формирование рациональной структуры источников средств.

Дивидендная политика предприятия

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим [рыночную стоимость](http://www.SmartCat.ru/Management/itwejramvr.shtml) 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](http://www.SmartCat.ru/Management/itwejramvr.shtml) предприятия.

Проблемами, решение которых обуславливает необходимость выработки дивидендной политики, являются следующие: с одной стороны, [выплата дивидендов](http://www.SmartCat.ru/Referat/ltmecramyo.shtml) должна обеспечить защиту интересов собственника и создать предпосылки для роста курсовой цены акций, и в этом смысле их максимизация является положительной тенденцией; с другой стороны, максимизация выплаты дивидендов сокращает долю прибыли, реинвестируемой в развитие производства. При формировании дивидендной политики необходимо учитывать, что классическая формула: «курс акций прямо пропорционален дивиденду и обратно пропорционален процентной ставке по альтернативным вложениям» применима на практике далеко не во всех случаях. Инвесторы могут высоко оценить стоимость акций предприятия даже и без выплаты дивидендов, если они хорошо информированы о его программах развития, причинах невыплаты или сокращения выплаты дивидендов и направлениях реинвестирования прибыли. Принятие решения о выплате дивидендов и их размерах в значительной мере определяется стадией жизненного цикла предприятия. Например, если руководство предприятия предполагает осуществить серьезную программу реконструкции и для ее реализации намечает осуществить дополнительную эмиссию акций, то такой эмиссии должен предшествовать достаточно долгий период устойчиво высоких выплат дивидендов, что приведет к существенному повышению курса акций и, соответственно, к

увеличению суммы [заемных средств](http://www.SmartCat.ru/Referat/vtredramie.shtml), полученной в результате размещения дополнительных акций.

В [таблице](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/utsekramhf.shtml) даны характеристики существующих методик дивидендных выплат (таблица 1.1.).

Таблица 1.1.

[Методики](http://www.SmartCat.ru/Referat/otiegrambl.shtml) дивидендных выплат

Название методики

Основной [принцип](http://www.SmartCat.ru/Referat/utpeiramhf.shtml)

Преимущества методики

Недостатки методики

Примечания

Методика постоянного процентного [распределения прибыли](http://www.SmartCat.ru/Referat/qtzeiramdj.shtml)

Соблюдение постоянства показателя дивидендного выхода

Простота

Снижение суммы дивиденда на акцию (при уменьшении чистой прибыли) приводит к [падению курса](http://www.SmartCat.ru/Referat/ytuehramlb.shtml) акций

Методика довольно часта в практике, несмотря на предостережения теоретиков

Методика фиксированных дивидендных выплат

1. Соблюдение постоянства суммы [дивиденда](http://www.SmartCat.ru/Referat/rtcedramei.shtml) на акцию в течение длительного периода вне зависимости от динамики курса акций.

2. Регулярность дивидендных выплат

1. Простота

2. Сглаживание колебаний курсовой [стоимости](http://www.SmartCat.ru/Management/ktnekramxp.shtml) акций

Если [прибыль](http://www.SmartCat.ru/Referat/ntxebramam.shtml) сильно снижается, выплата фиксированных дивидендов подрывает ликвидность предприятия

&[nbsp](http://www.smartcat.ru/Management/rtteoramei.shtml);

Методика выплаты гарантированного минимума и "Экстра" дивидендов

1. Соблюдение постоянства регулярных выплат фиксированных сумм дивиденда 2. В зависимости от успешности работы предприятия выплата чрезвычайного дивиденда ("Экстра") как премии в дополнение к фиксированной сумме дивиденда

Сглаживание колебаний курсовой стоимости акций

"[Экстра](http://www.SmartCat.ru/Referat/fttemramsu.shtml)" - дивиденд при слишком частой выплате становится ожидаемым и перестает играть должную роль в поддержании курса акций

"Экстра" - дивиденды не должны выплачиваться слишком часто

Методика [выплаты дивидендов акциями](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/utcedramhf.shtml)

Вместо денежного дивиденда акционеры получают дополнительные акции

1. Облегчается [решение](http://www.SmartCat.ru/Referat/utpejramhf.shtml) ликвидных проблем при неустойчивом финансовом положении

2. Вся [нераспределенная прибыль](http://www.SmartCat.ru/Management/dtwegramqw.shtml) поступает на развитие

3. Появляется большая свобода маневра структурой источников средств

4. Появляется возможность дополнительного стимулирования высших управленцев, наделяемых [акциями](http://www.SmartCat.ru/Referat/ntfenramam.shtml)

Ряд [инвесторов](http://www.SmartCat.ru/Referat/ntheeramam.shtml) может предпочесть деньги и начнет продавать акции

Расчет на то, что большинство [акционеров](http://www.SmartCat.ru/Referat/ctiebrampx.shtml) устроит получение акций, если эти акции достаточно ликвидны, чтобы в любой момент превратиться в наличность

Дивидендная политика [акционерного общества](http://www.SmartCat.ru/Referat/dtiebramqw.shtml) формируется по следующим основным этапам:

1. Оценка основных [факторов](http://www.SmartCat.ru/Referat/otoelrambl.shtml), определяющих формирование дивидендной политики.

2. Выбор типа дивидендной политики осуществляется в соответствии с финансовой стратегией акционерного общества с учетом оценки отдельных факторов.

3. Механизм [распределения прибыли](http://www.SmartCat.ru/Referat/qtzeiramdj.shtml) акционерного общества в соответствии с избранным типом дивидендной политики.

4. Определение уровня дивидендных выплат на одну простую акцию.

5. Оценка эффективности дивидендной политики акционерного общества.

Эмиссионная политика [предприятия](http://www.SmartCat.ru/Referat/ttmeiramgg.shtml).

Основной целью эмиссионной политики является привлечение на [фондовом](http://www.SmartCat.ru/Referat/ftuelramsu.shtml) рынке необходимого объема собственных финансовых средств в минимально возможные сроки. С учетом сформулированной цели эмиссионная политика предприятия представляет собой часть общей политики формирования собственных финансовых ресурсов, заключающейся в обеспечении привлечения необходимого их объема за счет выпуска и размещения на фондовом рынке собственных акций.

Разработка [эффективной](http://www.SmartCat.ru/Referat/stwemramfh.shtml) эмиссионной политики предприятия охватывает следующие этапы

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций.

Решение о предполагаемой первичной (при преобразовании предприятия в акционерное общество)или дополнительной (если предприятие уже создано в форме акционерного общества и нуждается в дополнительном притоке собственного капитала) эмиссии акций можно принять лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности своих акций.

[Анализ](http://www.SmartCat.ru/Referat/etjebramrv.shtml) конъюнктуры фондового рынка

(биржевого и внебиржевого) включает характеристику состояния спроса и предложения акций, динамику уровня цен их котировки, [объемов продаж](http://www.SmartCat.ru/Referat/ytgehramlb.shtml) акций новых эмиссий и ряда других показателей. Результатом проведения такого анализа является определение уровня чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии и оценка его потенциала поглощения эмитируемых объемов акций.

Оценка инвестиционной привлекательности своих акций

проводится с позиции учета перспективности развития отрасли (в сравнении с другими отраслями), конкурентоспособности производимой продукции, а также уровня показателей своего [финансового состояния](http://www.SmartCat.ru/Referat/otrelrambl.shtml) (в сравнении со среднеотраслевыми показателями). В процессе оценки определяется возможная степень инвестиционной предпочтительности акций своей компании в сравнении с обращающимися акциями других компаний.

2. Определение целей [эмиссии](http://www.SmartCat.ru/Referat/wtuemramjd.shtml).

В связи с высокой стоимостью привлечения собственного капитала из внешних источников эмиссии должны быть достаточно весомыми с позиций стратегического развития предприятия и возможностей существенного повышения его [рыночной стоимости](http://www.SmartCat.ru/Management/itwejramvr.shtml) в предстоящем периоде. Основные из таких целей, которыми предприятие руководствуется, прибегая этому источнику формирования собственного капитала, являются:

- реальное инвестирование, связанное с отраслевой и региональной диверсификацией [производственной деятельности](http://www.SmartCat.ru/Management/ftseiramsu.shtml) (создание сети новых филиалов, дочерних фирм, новых производств с большим объемом выпуска продукции и т.п.);

- необходимость существенного улучшение структуры используемого [капитала](http://www.SmartCat.ru/Referat/Audit/otseerambl.shtml) (повышение доли собственного капитала с целью роста уровня финансовой устойчивости, обеспечение более высокого уровня собственной кредитоспособности и снижение за счет этого стоимости привлечения заемного капитала, повышение эффекта финансового левериджа и т. п.);

- намечаемое поглощение других предприятий с целью получения эффекта синергизма (участие в приватизации сторонних [государственных предприятий](http://www.SmartCat.ru/Referat/ltrecramyo.shtml) также может рассматриваться как вариант их поглощения, если при этом обеспечивается приобретение контрольного пакета акций или преимущественная доля в уставном фонде);

- иные стратегические цели, требующие быстрой аккумуляции значительного объема [собственного](http://www.SmartCat.ru/Referat/rtfekramei.shtml) капитала.

3. Определение объема [эмиссии](http://www.SmartCat.ru/Referat/wtuemramjd.shtml).

При определении объема эмиссии необходимо исходить из ранее рассчитанной потребности в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников.

4. Определение [номинала](http://www.SmartCat.ru/Management/etyegramrv.shtml), видов и количества эмитируемых акций.

Номинал акций определяется с учетом основных категорий предстоящих их покупателей (наибольшие номиналы акций ориентированы на их приобретение институциональными инвесторами, а наименьшие – на приобретение населением). В процессе определения видов акций устанавливается целесообразность выпуска привилегированных акций, если такой выпуск признан целесообразным, то устанавливается соотношение простых и привилегированных акций. Количество эмитируемых акций определяется исходя из объема эмиссии и номинала одной акции (в процессе одной эмиссии может быть установлен лишь один вариант номинала акций).

5. Оценка [стоимости](http://www.SmartCat.ru/Management/ktnekramxp.shtml) привлекаемого акционерного капитала.

В соответствии с принципами такой оценки она осуществляется по предполагаемому уровню дивидендов и затратам по выпуску акций и размещению эмиссии. Расчетная стоимость привлекаемого капитала оставляется с фактической [средневзвешенной стоимостью капитала](http://www.SmartCat.ru/Management/wtjekramjd.shtml) и средним уровнем ставки процента на рынке капитала. Лишь после этого принимается окончательное решение об осуществлении эмиссии акций.

6. Определение [эффективных](http://www.SmartCat.ru/Referat/stwemramfh.shtml) форм андеррайтинга.

Для того, чтобы быстро и эффективно провести открытое размещение эмитируемого объема акций, необходимо определить состав андеррайтеров, согласовать с ними цены начальной котировки акций и размер [комиссионного вознаграждения](http://www.SmartCat.ru/Referat/ztaeframma.shtml), обеспечить регулирование объемов продажи акций в соответствии с потребностями в потоке поступления финансовых средств, обеспечивающих поддержание ликвидности уже размещенных акций на первоначальном этапе их обращения.

С учетом возросшего объема собственного капитала предприятие имеет возможность, используя неизменный коэффициент финансового левериджа, соответственно увеличить объем привлекаемых [заемных средств](http://www.SmartCat.ru/Referat/vtredramie.shtml), а, следовательно, и повысить рентабельность собственного капитала.

Таким образом, [именно](http://www.SmartCat.ru/Referat/wtdeeramjd.shtml) показатели собственного капитала замыкают всю пирамиду показателей эффективности функционирования предприятия, вся деятельность которого должна быть направлена на увеличение суммы собственного капитала и повышения его доходности.

Несомненно, выше обозначенные методы и подходы к [управлению собственным](http://www.SmartCat.ru/Referat/ktjelramxp.shtml) капиталом являются основополагающими. Однако, при оценке инвестиционной привлекательности предприятия первостепенной задачей при управлении собственным капиталом является его оценка.