**ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ РФ**

**ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ**

**МОСКОВСКИЙ ИНЖЕНЕРНО-ФИЗИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ**

**(ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ)**

ГУМАНИТАРНЫЙ ФАКУЛЬТЕТ

Афтахова А.А., ГР. Э09-100

**КУРСОВАЯ РАБОТА**

**ПО ДИСЦИПЛИНЕ «ДОЛГОСРОЧНАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА»**

НАУЧНЫЙ РУКОВОДИТЕЛЬ:

ДОЦ. БЫКОВНИКОВ И.Л.

**Москва 2009г.**

Содержание

[1. Оценка эффективности финансового рычага по данным ОАО «Волга Телеком» с определением критической операционной прибыли 3](#_Toc232493452)

[2. Определение максимального размера заемных средств 6](#_Toc232493453)

[3. Оценка дивидендной политики 7](#_Toc232493454)

[4. Определение уровня капитализации по внутренним темпам роста 9](#_Toc232493455)

[5. Построение идеальной структуры капитала 10](#_Toc232493456)

[6. Выбор идеальной дивидендной политики 11](#_Toc232493457)

Приложение 1 [Бухгалтерский баланс](#_Toc231707842)

Приложение 2 [Отчет о прибылях и убытках](#_Toc231707843)

Приложение 3 [Отчет об изменениях капитала](#_Toc231707844)

Приложение 4 [Отчет о движении денежных средств](#_Toc231707845)

Приложение 5 [Приложение к бухгалтерскому балансу](#_Toc231707846)

# Оценка эффективности финансового рычага по данным ОАО «Волга Телеком» с определением критической операционной прибыли

Любое предприятие нуждается в источниках средств, чтобы финансировать свою деятельность. Привлечение того или иного источника средств финансирования связано для предприятия с определёнными затратами: акционерам нужно выплачивать дивиденды, банкам – проценты за предоставленные ими ссуды и др. Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определённого объёма финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объёму, называется ценой капитала. В идеале предполагается, что текущие активы финансируются за счёт краткосрочных, а средства длительного пользования – за счёт долгосрочных источников средств. Благодаря этому оптимизируется общая сумма расходов по привлечению средств.

Если источником финансирования выступает заемный капитал, то у организации возникает эффект финансового рычага или финансового левереджа (от английского слова *leverage* — рычаг).

В большинстве научных и учебных публикаций по вопросам финансового управления организацией эффект финансового рычага трактуется как возможное изменение чистой рентабельности собственного капитала посредством привлечения заемного капитала.

Необходимо заметить ,что существуют две концепции финансового рычага: европейская и американская.

Европейская концепция подразумевает, что эффект финансового рычага характеризует изменения чистой прибыли за период в расчете на каждый рубль собственных средств, которое можно достичь за счет экономии собственных средств заменяя их заемными средствами и за счет налоговой экономии.

Рассчитать эффект финансового рычага (DFL) по европейской концепции можно через мультипликаторы трех входящих факторов:

1. Дифференциала, который показывает, достаточно ли имущества, чтобы покрыть кредит: ROA-WACC

Дифференциал финансового рычага является главным условием, формирующим положительный эффект финансового результата. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень операционной 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 рычага является положительной величиной. Чем больше положительное значение дифференциала финансового рычага, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект. В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга в процессе управления эффектом финансового рычага.

1. Плеча финансового рычага, который показывает, хватит ли собственных средств для погашения заёмных, если все кредиторы обратятся одновременно: D/E

Чем выше плечо финансового рычага, тем выше эффект финансового рычага.

1. Налогового щита или налогового корректора (1-tpro), который показывает в какой степени проявляется эффект финансового рычага в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

Налоговый корректор финансового рычага практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно.

**DFL= (1-Tpro)\*(ROA-WACC)\*(D/E),** где

ROA — экономическая рентабельность активов;

Tpro — коэффициент налогообложения ;

WACC — ставка процента средняя по заемным средствам;

D - заемный капитал;

E - собственный капитал.

Признаком работы организации на уровне критической операционной прибыли является нулевой дифференциал и как следствие нулевой эффект финансового рычага, т.е. попадание в точку безразличия бюджета.

Исходя из этого, можно дать определение критической операционной прибыли – это такой размер доходов от всех операций с имуществом организации, которая будет способствовать покрытию финансовых издержек организации за период и будет достаточен только для этих целей.

Если ROA= WACCL, то ,

тогда 

Итак, рассмотрим возникновение эффекта финансового рычага по данным ОАО «Волга Телеком».

Сведения, необходимые для расчета эффекта финансового рычага и критической операционной прибыли, представлены в таблице 1.

*Таблица 1*

Расчет эффекта финансового рычага

|  |
| --- |
|  |
|  | **Показатели** | **Обозначения** | **Способ расчета** | **Значения** |
| 1 | Собственные средства , тыс. руб. | E | сред. стр. 410+460+470 ф№1 | 17 367 281 |
| 2 | Заемные средства, тыс. руб. | D | сред. стр.510+520+610 ф№1 | 12 831 100 |
| 3 | Активы очищенные | А | сред. 410+460+510+610+470 | 30 198 381 |
| 4 | Ставка налога на прибыль, % | tpro | текущий налог/прибыль до налогооблажения | 21% |
| 5 | Сумма процентов по заемным средствам, тыс.руб. | Sd | стр.070 ф№2 | 831 375 |
| 6 | Средневзвешенная цена капитала, тыс.руб. | WACC | Sd/D | 6,48% |
| 7 | Операционная прибыль , тыс. руб. | EBIT | стр.140 + стр.070 ф№2 | 5 541 023 |
| **8** | **Рентабельность активов,%** | **ROA** | **EBIT/А** | **18,35%** |
| 9 | Дифференциал финансового рычага | De | ROA-WACCL | 11,87% |
| 10 | Плечо финансового рычага | P | D/E | 0,74 |
| 11 | Налоговый щит | T | (1-tpro) | 79% |
| **12** | **Эффект финансового рычага** | **DFL** | **DE\*P\*T** | **6,92%** |
| **13** | **Критическая операционная прибыль,тыс. руб.** | **ЕBIT\*** | **WACCL\*A** | **1 956 666** |

Исходя из полученных данных, видно, что:

1. Формируется положительное значение дифференциала финансового рычага, значит, использование предприятием заемного капитала дает положительный эффект;
2. Операционная прибыль значительно выше критического значения, а это значит, что доходов более, чем достаточно для покрытия финансовых издержек организации за период, кроме того есть возможность дополнительно привлекать заемные средства.

При этом следует заметить, что если новое заимствование приносит предприятию увеличение уровня DFL, то такое заимствование выгодно. Но при этом необходимо внимательнейшим образом следить за состояние дифференциала: при наращивании плеча рычага банкир склонен компенсировать возрастание своего риска повышением цены своего "товара" - кредита.

# Определение максимального размера заемных средств

Используя полученные данные в таблице 1 можно рассчитать максимальный размер заемных средств, которые могут быть привлечены компанией, по следующей формуле:

 тыс.руб

Таким образом, максимальный размер заемных средств компании составляет 55 319 487,42 тыс руб., но при этом необходимо учитывать, что это справедливо только при сохранении WACC = 6,92%. На практике зачастую при привлечении больших заемных средств происходит увеличение процентной ставки и в этом случи значение максимальной суммы заемных средств будет меньше.

Если же операционная прибыль оказалась бы ниже критической, то дополнительные средства вовлекать нельзя, но как только организация получит большую прибыль, возникнет возможность поменять структуру капитала, вовлекая займы под контролем эффекта финансового рычага.

# Оценка дивидендной политики

Стратегия выплаты дивидендных доходов – весьма важный раздел в области финансовой политики, так как их величина является для многих предприятий существенной статьей расходов. На первый взгляд, может показаться очевидным, что предприятие должно всегда стремиться возвращать путем выплаты дивидендов акционерам столько, сколько возможно. Но, с другой стороны, может показаться в равной степени очевидным, что предприятие всегда может в интересах акционеров вкладывать деньги во что-либо, для получения большего дохода, вместо того, чтобы выплачивать их.

Дивиденды представляют собой денежный доход акционеров и в определенной степени сигнализируют им о том, что коммерческая организация, в акции которой они вложили свои деньги, работает успешно.

С позиции долгосрочного периода вся чистая прибыль вне зависимости от организационно-правовой формы разбивается на два компонента - дивиденды начисленные, нераспределённая прибыль. Нераспределённая прибыль текущего периода становится частью собственного капитала следующего периода, в этом проявляется внутренняя капитализация или с т.з. бухгалтерского учёта – реформация баланса.

Получение дивидендов и их размер зависят от проводимой акционерной организацией дивидендной политики.

***Дивидендная политика*** *– процесс оптимизации пропорций между потреблением и капитализацией прибыли с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.*

Существует три подхода к определению оптимальной дивидендной политики:

1. ***Теория «иррелевантности дивидендов»*** (dividend irrelevance theory) доказывает, что дивидендная политика не имеет никакого отношения к стоимости компании. (Ф. Модельяни и М. Миллер)
2. ***Теория «синицы в руках»*** (bird-in-the-hand) показывает, что увеличение дивидендных выплат ведет к росту стоимости компании. (М. Гордон и Дж. Линтнер)
3. ***Теория*** максимизации совокупного дохода.

По данным рассматриваемой организации оценим её дивидендную политику. Данные по дивидендам взяты из формы №3 «Отчёт об изменение капитала».

Таблица 2

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | 2006 г, тыс.руб | 2007 г., тыс.руб |
| Чистая прибыль *(ЧП)* | 2 453 588 | 3 323 108 |
| Дивиденды *(Д)* | 588 792 | 633 402 |
| Дивиденды на 1 акцию (в рублях):  Привилегированные акции  Обыкновенные акции | 2,7583  1,4744 | 2,9928  1,5776 |
| Норма дивиденда | 24,00% | 19,06 % |

По полученным данным можно сделать вывод, что предприятие придерживается теории «синицы в руках», т.е предприятие выплачивает небольшие, но практически стойкие доходы, дивидендный доход на 1 акцию практически не меняется. Такая политика означает минимальный риск для акционеров и постоянство получения дивидендных доходов.

# Определение уровня капитализации по внутренним темпам роста

Капитализация – увеличение собственного капитала организации за счёт её деятельности без вовлечения для этого дополнительных средств от собственников.

Выделяют внутреннюю и внешнюю капитализацию. Внутренняя капитализация - наращивание собственного капитала за счёт реинвестирования чистой прибыли текущего года в виде нераспределённой прибыли под воздействием решения акционеров. Внешняя капитализация – увеличение размера собственного капитала за счёт повышения курсовой стоимости обыкновенных акций организации на фондовом рынке.

Собственные средства могут увеличиться по результатам функционирования за год на величину чистой прибыли после начисления дивидендов. Соотношение этой величины с собственными средствами и называется внутренней капитализацией или внутренними темпами роста.

Оценим внутреннюю капитализацию по внутренним темпам роста:



%

%

Таким образом, наращивание собственного капитала за счёт реинвестирования чистой прибыли 2007 г. в виде нераспределённой прибыли под воздействием решения акционеров составила 17,32%.

# Построение идеальной структуры капитала

При управлении структурой капитала по эффекту финансового рычага плечо и дифференциал всегда будут находиться в противоречии друг с другом. Оптимальная структура сложится там, где дальнейшее возрастание плеча еще не приводит к падению дифференциала. Но это можно определить только путем моделирования ситуации для каждой конкретной организации, так как стандартного способа оценки не существует.

Смоделируем идеальную структуру капитала по данным ОАО «Волга Телеком», которую представим в таблице 3.

*Таблица 3*

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **E** | **D** | **E+D** | **E/(E+D)** | **D/(E+D)** | **WACCL** | **ROA** | **DFL** | **ROE** |
| 17 367 281 | 12 831 100 | 30 198 381 | 58% | 42% | 6,48% | 18,35% | 6,92% | 21,39% |
| 30 198 381 | 0 | 30 198 381 | 100% | 0% | 0 | 18,35% | 0 | 14,48% |
| 27 178 542 | 3019838,1 | 30 198 381 | 90% | 10% | 0,97% | 18,35% | 1,52% | 16,00% |
| 24 158 704 | 6039676,1 | 30 198 381 | 80% | 20% | 2,19% | 18,35% | 3,19% | 17,66% |
| 21 138 866 | 9059514,2 | 30 198 381 | 70% | 30% | 3,76% | 18,35% | 4,93% | 19,41% |
| 18 119 028 | 12079352 | 30 198 381 | 60% | 40% | 5,85% | 18,35% | 6,58% | 21,05% |
| 15 099 190 | 15099190 | 30 198 381 | 50% | 50% | 8,77% | 18,35% | 7,56% | 22,03% |
| **14 797 206** | **15401174** | **30 198 381** | **49%** | **51%** | **9,13%** | **18,35%** | **7,57%** | **22,05%** |
| 14 495 223 | 15703158 | 30 198 381 | 48% | 52% | 9,50% | 18,35% | 7,56% | 22,04% |
| 14 193 239 | 16005142 | 30 198 381 | 47% | 53% | 9,89% | 18,35% | 7,53% | 22,00% |
| 12 079 352 | 18119028 | 30 198 381 | 40% | 60% | 13,16% | 18,35% | 6,15% | 20,62% |
| 9 059 514 | 21138866 | 30 198 381 | 30% | 70% | 20,46% | 18,35% | -3,89% | 10,58% |
| 6 039 676 | 24158704 | 30 198 381 | 20% | 80% | 35,08% | 18,35% | -52,80% | -38,32% |
| 3 019 838 | 27178542 | 30 198 381 | 10% | 90% | 78,93% | 18,35% | -430,15% | -415,67% |

Из расчетов видно, что при заданных условиях, наиболее привлекательной будет смешанная структура, при которой доля заёмного капитала составит 51%, а доля собственного 49%.

Одной из причин такой структуры является дифференциал финансового рычага, формирующий положительный DFL. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень операционной 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 рычага является положительной величиной. Чем больше положительное значение дифференциала финансового рычага, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект. В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга в процессе управления эффектом финансового рычага.

# Выбор идеальной дивидендной политики

В настоящее время единой «правильной» дивидендной политики не существует. На разных этапах становления и развития, при различных ситуациях на рынке предприятия стремятся либо форсировать накопление, либо наращивать дивидендный доход акционеров.

В нашем случае, при выборе оптимальной дивидендной политики, будем исходить из идеальной структуры капитала, при которой собственные средства должны уменьшаться с 17 367 281 тыс. руб. до 14 797 206 тыс. руб. Полученную разницу мы и направим на выплату дивиденда.

=

5%

Важно заметить, если предприятие все же решит повысить нормы выплат и тем самым увеличить дивидендные выплаты (Д), то это может послужить причиной увеличения цены акций. С другой стороны, увеличение (Д) приведет к уменьшению объема реинвестиций, в результате ожидаемый темп роста масштабов деятельности снижается, что, скорее всего, приведет к снижению цены акций. Таким образом, какие-либо изменения в политики выплат будут иметь два противоположных результата, поэтому предприятие должно стремиться найти тот баланс между текущими дивидендами и будущим ростом, который максимизирует цену акций. В данном случае, считается, что это достижимо при максимальном ROE.