УДК 336.6 : 330.14

Горелкина Ирина Александровна
Gorelkina Irina Alexandrovna
к.э.н., доцент
Ph.D., Associate Professor
Дудко Дмитрий Анатольевич
Dudko Dmitry Anatolievich
Магистрант
Master student
ФГБОУ ВО «Воронежский государственный аграрный университет имени императора Петра I»
Voronezh State Agrarian University named after Emperor Peter the Great

ЦЕНА КАПИТАЛА КАК ИНДИКАТОР ФОРМИРОВАНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

CAPITAL PRICE AS AN INDICATOR OF THE COMPANY'S MARKET VALUE CREATION

Аннотация: в статье рассмотрена взаимосвязь структуры, цены капитала, рыночной стоимости компании. Отмечена необходимость уточнения схемы кругооборота капитала с учетом его цены. Цена капитала рассматривается как один из основных критериев оптимизации структуры капитала, и так же как индикатор формирования стоимости организации. Проведены расчеты показателя цена капитала (WACC) на примере ПАО «ЛУКОЙЛ».

Abstract: The article examines the relationship between the structure, capital price, market value of the company. The need to clarify the scheme of capital circulation considering its price is noted. The price of capital is considered as one of the main criteria for optimizing the capital structure, as well as an indicator of the formation of the company’s value. Calculations of the indicator price of capital (WACC) are performed using the example of PJSC LUKOIL.

Ключевые слова: цена капитала (WACC), заемный капитал, собственный капитал, рыночная стоимость

Keywords: capital price (WACC), debt capital, equity, market value

В современной рыночной экономике широкое распространение получило развитие неоклассической теории финансового управления, когда основным направлением, ориентацией в деятельности компании становится создание

стоимости, в отличие от классической концепции управления, где главный ориентир связан с достижением прибыли. На формирование рыночной стоимости организации непосредственное влияние оказывает структура капитала. Концепция структуры капитала, как правило, исследуется в комплексе с концепцией цены капитала, концепцией рыночной стоимости организации.

Представляется, что взаимосвязь структуры капитала и рыночной стоимости организации следует рассматривать в рамках системы управления стоимостью, которая может быть представлена в виде триады:

Структура капитала → Цена капитала → Рыночная стоимость компании

Обозначенная триада на поверхности явлений характеризуется посредством расчета определенных показателей, позволяющих проводить оценку уровня результативности капитала, его влияния на величину рыночной стоимости. Это способствует проявлению внутренней сущности управления эффективностью, стоимостью в процессе принятия финансовых управленческих решений.

Поддерживаем мнение Кузнецовой А.А., что следует различать управление, ориентированное на стоимость компании (VBM -Value Based Management), и измерение результатов деятельности компании на основе критерия изменения ее стоимости (VBM - Value based measurement) [1].

В процессе управления стоимостью необходимо применение показателей, которые позволяют формализовать процесс формирования, контроля, достижения целевых параметров создания стоимости, и, прежде всего, это показатель цены капитала. Показатель цены (средневзвешенной цены) капитала является одним из ключевых показателей финансового менеджмента, он не просто показывает уровень платы за капитал, а отражает взаимосвязь между структурой капитала и рыночной ценой компании, и является количественным индикатором формирования рыночной стоимости компании.

Следует отметить, что схема кругооборота капитала не связана с таким важным финансовым аспектом, за счет каких источников формируется капитал компании, процесс формирования капитала остается за пределами его

кругооборота. Каждый из составляющих видов капитала имеет свою цену, которая представляет расходы, связанные с выплатами за привлечение капитала. Замечаем, что в схеме кругооборота капитала не находят отражение выплаты за привлечение капитала, что создает предположение о возможности начала нового кругооборота в размере вложения возросшего капитала (Д1), то есть, что не существует выплат инвесторам, кредиторам за привлеченный для авансирования бизнеса капитал (Д) [2].

Представляется, что логичным будет отражение этих расходов в схеме кругооборота капитала, и в уточненном виде она будет выглядеть так:

Д – Т (РС, СП) …- Т1 – Д1- (- Цкап) → Т (РС, СП)…- Т2 – Д2 - (-Цкап) …

где Д - капитал в денежной форме,

Т (РС, СП) – капитал в товарной форме как результат использования факторов производства (рабочей силы, средств производства),

(- Цкап) – расходы за привлечение капитала (цена капитала).

Уточненная схема кругооборота капитала, с учетом его цены, наглядно свидетельствует о необходимости обязательного учета выплат за капитал как фактора создания стоимости для корректного ее определения.

По мнению И.Я. Лукасевича, цена капитала имеет различный экономический смысл для отдельных хозяйствующих субъектов: а) для собственника - показывает уровень затрат на привлеченный капитал; б) для инвесторов и кредиторов - показывает норму доходности на вложенный ими капитал [3]. Расходы, связанные с выплатами за сформированный капитал, представляют для предприятия, привлекающего этот капитал, величину его цены, выраженной в процентах к величине капитала. Для инвестора цена вложенного капитала – это альтернативная доходность, возникающая из-за утраты им возможности использовать денежные средства каким-то другим способом.

Придерживаемся подходов неоклассической теорией финансов в части влияния структуры капитала на цену капитала, согласно которой, цена капитала – функция его структуры, и, следовательно, существует оптимальная структура

капитала. Возможность оптимизации структуры капитала связана с различным уровнем цены отдельных его составных частей - цена собственного капитала всегда выше цены заемного капитала. В литературе по финансовому менеджменту при обосновании оптимальной (рациональной) структуры капитала используются следующие количественные и качественные критерии:

1. Минимизация цены капитала;

2. Положительное значение эффекта финансового рычага-1;

3. Максимизация рентабельности собственного капитала;

4. Допустимый уровень риска потери финансовой независимости,

5. Сохранение принятого типа политики структуры капитала финансирования активов (агрессивная, умеренная, консервативная);

6. Величина порогового (критического) значения EBIT (такое значение EBIT, при котором одинаково выгодно привлечение как собственного, так и заемного капитала);

7. Доступность кредита в требуемых размерах;

8. Возможность потери контроля над деятельностью организации и другие [4].

Как видно, цена капитала рассматривается как один из основных критериев оптимизации структуры капитала, и так же как индикатор формирования стоимости организации.

Цена капитала, который привлекает компания, характеризуется показателем средневзвешенной цены капитала (Weighted Average Cost of Capital - WACC). Определяется путем суммирования произведений цены и доли составляющих элементов капитала:

WACC = ∑i (цена i-го источника капитала * доля i-го источника капитала) = Цск * Дск + Цзк * Дзк = x% (1)

где

Цзк, Цск – цена собственного, заемного капитала,

Дск, Дзк– доля (удельный вес) собственного, заемного капитала в общей величине капитала.

Проведем расчеты цены капитала на примере ПАО «ЛУКОЙЛ», одной из крупнейших публичных вертикально интегрированных нефтегазовых компаний в мире, на долю которой приходится более 2% мировой добычи нефти, и около 1% доказанных запасов углеводородов.

Для акционерных обществ, акции которых обращаются на бирже, цена собственного капитала – это не просто затраты, производимые при получении финансовых средств, а часть прибыли, необходимая для выполнения требований акционеров, предоставивших финансовые средства компании. Поэтому расчет цены собственного капитала в обыкновенных акциях связан с вычислением ставки отдачи, требуемой инвесторами (акционерами), что всегда затруднено из-за неопределенности в ожидаемых доходах и уровне риска. Для ПАО цена собственного (акционерного) капитала обычно называется ценой капитала в обыкновенных акциях. Метод расчета с использованием коэффициента «Дивиденд / Цена» определяет цену собственного (акционерного) капитала как соотношение дивиденда и рыночной цены 1 акции.

Используем данные сайта ПАО «ЛУКОЙЛ» [5]. Акции компании обращаются на бирже с января 2000 года. Котировка акций за последние годы неуклонно растет (табл.1).

Таблица 1. Котировки акций ПАО «ЛУКОЙЛ»

Показатели	2017г.	2018г.	2019г.	2018г. в % к 2017 г.	2019г. в % к 2018 г.
На Лондонской Фондовой Бирже, долл.					
На конец года	57.22	71.48	99.18	124,92	138,8
Минимум за год	44.79	57.98	69.62	129,45	120,1
Максимум за год	59.24	80.70	100.20	136,23	124,2
Среднее за год	52.13	68.89	85.19	132,15	123,7
На Московской бирже, руб.					
На конец года	3335	4997	6169	149,84	123,5
Минимум за год	2601	3340	4887	128,41	146,3
Максимум за год	3582	5342	6259	149,13	117,2
Среднее за год	3051	4356	5524	142,77	126,8

Выплаты дивидендов компания ежегодно наращивает (табл. 2).

Таблица 2. Сведения о дивидендах ПАО «ЛУКОЙЛ»

Дата закрытия реестра	Дата закрытия реестра	Цена на дату закрытия (Т-2) /текущая цена	Дивиденды, руб.	Дивиденды, в %
10.07.2020	08.07.2020	5457	350	6.41
20.12.2019	18.12.2019	6250.5	192	3.07
09.07.2019	05.07.2019	5460	155	2.84
21.12.2018	19.12.2018	4910	95	1.93
11.07.2018	09.07.2018	4452	130	2.92
22.12.2017	20.12.2017	3373	85	2.52
10.07.2017	07.07.2017	2856	120	4.2

Логика данного подхода оценки цены собственного капитала состоит в том, что выплата дивидендов рассматривается как плата за собственный капитал. Как видно, цена собственного капитала в обыкновенных акциях варьирует от 6,7% в 2017г. до 6,2% в 2019г., что невысокий уровень, и достаточно выгодно для ПАО (табл.3).

Таблица 3. Расчет цены собственного капитала ПАО «ЛУКОЙЛ»

Показатели	2017г.	2018г.	2019г.
1. Дивиденды на одну обыкновенную акцию, руб.	205	225	347
2. Рыночная цена 1 обыкновенной акции на Московской бирже (среднее за год), руб.	3051	4356	5524
3. Цена собственного капитала, % (стр.1 / 2 х 100)	6,7	5,1	6,2

Для расчета цены заемного капитала по его элементам необходима информация отдельно о сумме кредитов, облигационных займов, выплате процентов, купонов, о чем в полной мере не представлено в отчетности по РСБУ. Поэтому проведем расчет цены заемного капитала в целом по методике расчета цены кредита как произведение налогового корректора и расчетной ставки процента (табл.4).

Таблица 4. Расчет цены заемного капитала ПАО «ЛУКОЙЛ»

Показатели	2017г.	2018г.	2019г.
1. Сумма заемного капитала, млн.руб.	453427,5	705738	936900
2. Сумма процентов уплаченных, млн,руб.	36834	35526	55408
3. Расчетная ставка процента, % (п.2 / п.1*100)	8,1	5,0	5,9
4. Налоговый корректор, (1 - Ставка налога)	0,8	0,8	0,8
5. Цена заемного капитала, % (п.4 * п.3)	6,5	4,0	4,7

Цена заемного капитала в целом – кредитов, займов - достаточно низкая, она чуть ниже цены собственного капитала, что вполне обоснованно, поскольку этот вид капитала менее рисковый, по нему кредиторам требуется более низкий уровень дохода, и составляет 6,5% в 2017г., 4,0% в 2018г, 4,7% в 2019г.

Приведем расчет средневзвешенной цены капитала ПАО (таблица 5).

Таблица 5. Расчет показателя «Цена капитала (WACC) ПАО «ЛУКОЙЛ»

Показатели	2017г.	2018г.	2019г.	Отклонения 2019г. от 2017г.
1. Собственный капитал, млн.руб.	1339883	1176755	977876	-362007
2. Заемный капитал, млн.руб.	453427,5	705738	936900	483472,5
3. Сумма капитала, млн.руб.	1793310,5	1882493	1914776	121465,5
4. Удельный вес 4а) СобК в ∑ капитала (п.1/п.3)	0,747	0,625	0,511	-0,236
4б) ЗаемК в ∑ капитала (п.2/п.3)	0,253	0,375	0,489	0,236
5. Цена элементов капитала, % 5а) СК	6,7	5,1	6,2	-0,5
5б) ЗК	6,5	4	4,7	-1,8
6. Цена капитала, % (п.4а * п.5а + п.4б * п.5б)	6,6	4,6	5,5	-1,1

Уровень расходов за счет прибавочного продукта связанных с выплатами по формированию капитала, согласно расчетам, достаточно низкий, и составил в 2017 г. 6,6%, в 2018 г. 4,6 %, в 2019 г. 5,5%. За период капитал возрос на 121465,5 млн.руб., за счет роста заемного капитала и снижения собственного. Наглядно размер цены капитала, определяющих показателей цены капитала представлен на рис 1.

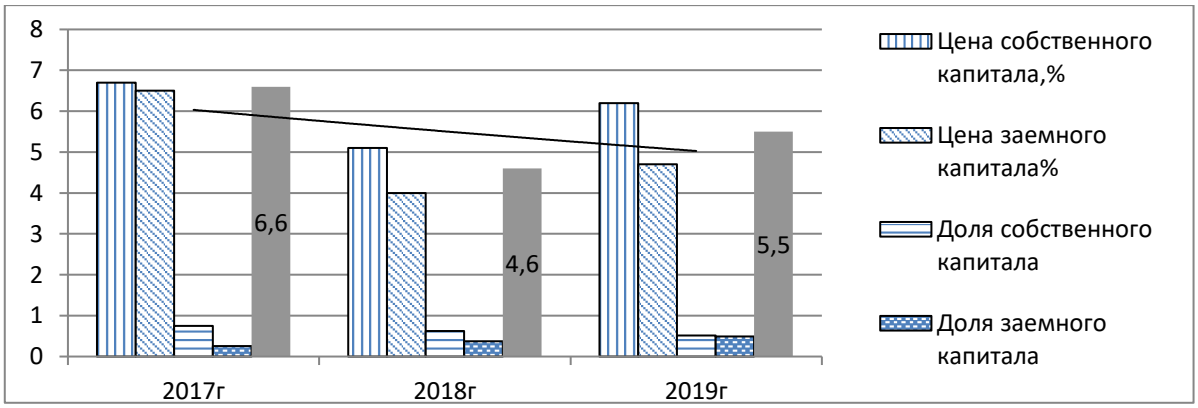


Рисунок 1. Динамика цены капитала и определяющих ее факторов ПАО «ЛУКОЙЛ»

Можно сделать вывод о том, что цена капитала при его сформированной структуре имеет тенденцию снижения, что видно на линии тренда. Это свидетельствует о рациональности структуры капитала, и положительно для роста стоимости ПАО.

Цену капитала не следует рассматривать как единственный критерий рациональности структуры капитала, однако применение ее как индикатора формирования рыночной стоимости является непременным условием системного подхода управления стоимостью компании.

Библиографический список:

1. Кузнецова А. А. Финансовые модели управления стоимостью / А. А. Кузнецова // Московский экономический журнал. – 2019. - №2. - С.240-245.

2. Горелкина И. А. Методические подходы к обоснованию системы экономических показателей оценки эффективности деятельности организации / И. А. Горелкина // Экономический анализ: теория и практика. - 2011. - №9 (216). - С.61-64.

3. Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент: учебник / И. Я. Лукасевич. – М.: ЭКСМО, 2014. – 768 с.

4. Горелкина И. А.. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. / И. А. Горелкина. – Воронеж ФГОУ ВПО ВГАУ, 2008. – 225с.

5. ПАО "ЛУКОЙЛ" официальный сайт [Электронный ресурс] URL: https://lukoil.ru/ (дата обращения 10.12.2020)

© И.А. Горелкина, Д.А. Дудко, 2021