

РАСЧЕТ ЦЕНЫ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

А.В. ГУКОВА, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и кредита Волгоградского государственного университета

В теории финансов и в финансовой практике до сих пор остается проблемным определение цены собственного капитала предприятий. Разные специалисты предлагают разные способы расчета величины этого показателя. Каждый из них по-своему учитывает многообразие факторов, так или иначе влияющих на его размер, и обосновывает собственные подходы к решению указанной проблемы. Целью данной статьи является изложение модификации расчета цены собственного капитала предприятия.

Традиционно цену собственного капитала определяют как отношение суммы чистой прибыли, выплаченной акционерам, к величине собственного капитала в отчетном периоде:

$$Ц_{ск} = \frac{ЧП_{ак} \cdot 100}{СК_{ср}}, \quad (1)$$

где $Ц_{ск}$ — цена собственного капитала в отчетном периоде;

$ЧП_{ак}$ — сумма чистой прибыли, выплаченная акционерам (дивиденды);

$СК_{ср}$ — средняя величина собственного капитала в отчетном периоде.

Совершенно очевидно, что формула (1) имеет ограниченное применение, поскольку в случае отсутствия дивидендов (как, впрочем, и в случае их незначительной величины), числитель будет равен нулю. И если предприятие не имеет акций или имеет, но не выплачивает по ним дивидендов, или на его акции отсутствует спрос (а именно такую ситуацию можно наблюдать на большинстве российских предприятий), то для оценки его собственного капитала эти формулы становятся неприменимыми. В противном случае придется признать несуществующей цену их собственного капитала, что, конечно же, если и является выводом, то выводом абсурдным. Отсутствие дивидендов, котировок акций на фондовой бирже и т.п. не может отменить и не отменяет цену за капитал. Они могут ее снизить, но не свести к нулю.

Попутно отметим, что вышеприведенная формула, скорее всего, демонстрируют возможности

акции как доходного инструмента, и соответственно, объясняет стратегию поведения фирм исходя из дохода на акцию или размера получаемых дивидендов. Эта демонстрация является традиционной в фундаментальных трудах по финансовому менеджменту. Однако они не могут служить единственным расчетным критерием для принятия конкретных управленческих решений, и особенно таких, которые требуют оценки собственного капитала предприятия в ситуациях, когда акция еще не в полной мере выполняет свои функции инструмента доходности. Ни для кого не секрет, что в России в настоящее время акция представляет собой в большей степени инструмент контроля и является по-настоящему ценной бумагой только в вопросах распределения властных полномочий на предприятии. В связи с этим так остро иногда стоят проблемы ущемления интересов миноритариев за счет невыплат дивидендов, принудительной скупки акций, занижения их рыночной стоимости и т.п.

На наш взгляд, при расчете цены собственного капитала предприятия требуется заострять внимание в первую очередь на издержках, которые требуются для его использования в производственной деятельности. Не случайно в современной отечественной литературе понятие цены капитала иногда заменяется терминами «затраты на капитал», «издержки капитала» и т.п. Таким образом авторы пытаются приблизить исследуемое понятие к той области, которая является ключевой при расчете его значений как товара. Рассматривая капитал как специфический товар, приносящий прибыль, нельзя не видеть, что издержки, связанные с его привлечением и использованием, могут иметь разные характеристики. В зависимости от них различают эксплицитную и имплицитную цену капитала, т.е. цену, в которой издержки определяются точно (явно, *explicite*), и неточно (неявно, *implicite*). В первом случае в качестве таких издержек выступают процентные ставки по кредитам и займам, купонный доход по облигациям и т.п. Во втором — за пользование капиталом отсутствует фиксированная и прямая плата. Ко второму типу средств, кото-

рые вкладывает предприятие, относятся уставный фонд, нераспределенная прибыль, фонды и резервы предприятия. Мы полагаем, что по своей сущности цена собственного капитала является имплицитной. Эксплицитные оценки могут иметь доминирующее значение там и тогда, где и когда акции предприятия полноценно выполняют функции инструмента доходности, т.е. они свободно обращаются на фондовом рынке, имеют легко устанавливаемые доходность и спрос.

Поскольку цена собственного капитала предприятия определяется как отношение суммы средств, которую следует заплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов (капитала) к величине самих привлекаемых финансовых ресурсов (в процентах), то встает вопрос не только о эксплицитности или имплицитности издержек, но и об их двойственной природе, поскольку издержки привлечения ресурсов для одного субъекта экономических отношений являются затратами, а для другого — доходами. Так, например, используя для расчета цены собственного капитала формулу (1), видно, что числитель одновременно выполняет роль издержек и дохода. Для акционерного общества дивиденды — этот отток денежных средств (издержки), а для акционеров — это доход. В связи с этим, с одной стороны, показатель цены капитала — это издержки для привлечения единицы капитала, а с другой — доходность капитала (см. рисунок).



Традиционная формула расчета цены собственного капитала

Следовательно, для предприятия данный показатель является ценой капитала, а для его акционеров — доходностью. Показатели цены капитала и его доходности представляют собой «две стороны одной медали» и неразрывно связаны между собой, поэтому цену капитала можно определить как требуемую доходность, а доходность капитала — как его цену.

Двойственность данной категории обусловила ее противоречие, которое проявляется в следующем. С одной стороны, цена капитала показывает доходность бизнеса, которую каждый инвестор стремится увеличить. С другой стороны, цена капитала представляет собой затраты на единицу вложенного капитала и показывает риск вложений, который собственник вынужден всегда минимизировать.

Таким образом, чем выше доходность вложений, тем выше риск и выше цена капитала, поэтому однозначно утверждать, что собственнику необходимо увеличивать или снижать цену собственного капитала, нельзя.

Дивиденды, используемые в расчете цены собственного капитала, в свою очередь являются транзакционными издержками привлечения капитала на фондовом рынке. Этот подход, безусловно, правильный, но он является частным случаем, так как не охватывает большинство других хозяйственных ситуаций, а именно, если предприятие не выплачивает дивиденды, или на его акции отсутствует спрос, или, вообще, предприятие не имеет акций.

Наша практическая деятельность в сфере оценки бизнеса показывает, что привлекательность инвестирования в капитал конкретного хозяйствующего субъекта обычно определяется величиной транзакционных издержек на единицу собственного капитала, а дивиденды являются только незначительной статьей затрат в общей их величине. Расчет транзакционных издержек предприятия позволяет определить затратность процесса создания нормальных условий для функционирования основного производства, которые в свою очередь обеспечивают получение основного дохода и требуемую доходность инвестору. При этом из транзакционных издержек исключаются затраты, связанные с привлечением заемных источников финансирования, к которым относятся кредиты, займы, выпуск облигаций, оплата лизинговых и факторинговых операций, налоговый кредит, штрафы и пени за просроченную кредиторскую задолженность. Если таким образом трансформировать транзакционные издержки и обозначить их как $ТИ_{ск}$, можно получить новую формулу для расчета цены собственного капитала предприятия:

$$Ц_{ск} = \frac{ТИ_{ск}}{СК_{ср}}, \quad (2)$$

где $Ц_{ск}$ — цена собственного капитала в отчетном периоде;

$СК_{ср}$ — средняя величина собственного капитала в отчетном периоде;

$ТИ_{ск}$ — транзакционные издержки, связанные с функционированием собственного капитала предприятия (или транзакционные издержки собственного капитала предприятия).

Ее преимуществами по сравнению с предыдущим методом расчета являются:

- возможность избежать дробления капитала на отдельные компоненты, такие как привилегированные, обыкновенные акции и нераспределенная прибыль, а следовательно, отпадает не-

обходимость определять цену каждого элемента в отдельности;

- б) при отсутствия дивидендов цена капитала не будет равна нулю, что в большей степени соответствует действительности.

Практика расчета цены собственного капитала ставит еще один вопрос относительно ее оптимальной величины.¹ Несмотря на двойственность данной категории, очевидным является тот факт, что любой хозяйствующий субъект будет стремиться снизить издержки на привлечение и использование единицы собственного капитала, и, соответственно, на его цену. Однако при минимизации цены капитала необходимо помнить, что она изменяется во времени и зависит от скорости оборота капитала. Определяя цену собственного капитала как отношение транзакционных издержек предприятия к величине самого собственного капитала, можно увидеть взаимосвязь его цены с числом и периодом его оборотов:

$$C_{\text{ск}} = \frac{TI}{CK}; \quad (3)$$

$$K_{\text{об}} = \frac{B}{CK}; \quad (4)$$

$$v = \frac{T \cdot CK}{B}, \quad (5)$$

где $C_{\text{ск}}$ — цена собственного капитала;
 CK — собственный капитал;
 TI — транзакционные издержки;
 B — выручка от реализации за период T ;
 T — анализируемый период времени;
 $K_{\text{об}}$ — число оборотов собственного капитала;
 v — период оборота собственного капитала в днях.

Если выразить величину собственного капитала из формул (4) и (5) и подставить полученное значение в формулу (3), то цена данного капитала примет следующий вид:

$$C_{\text{ск}} = \frac{TI \cdot K_{\text{об}}}{B} = S_{\text{ти}} \cdot K_{\text{об}}; \quad (6)$$

$$C_{\text{ск}} = \frac{TI \cdot T}{B \cdot v} = \frac{T}{v} \cdot S_{\text{ти}}, \quad (7)$$

Из формул (6) и (7) следует, что при увеличении числа оборотов капитала и уменьшении их периода в днях цена капитала увеличивается, а снижение ее возможно только за счет уменьшения транзакционных издержек на единицу реализованной продукции, т.е. величины $S_{\text{ти}} = TI/B$.

Представленные зависимости (6) и (7) позволяют определить степень воздействия скорости оборота собственного капитала на его цену, а основным выводом, вытекающим из предложенных формул, является следующий: снижение цены капитала — задача очень сложная и неоднозначная. С одной стороны, увеличение скорости оборота капитала непосредственно связано с ростом производительности труда, снижением трудоемкости продукции, совершенствованием системы управления производством, снабжением, сбытом, сокращением производственного цикла. С другой стороны, все эти процессы влекут за собой увеличение цены собственного капитала, которая может быть снижена только за счет совершенствования экономических отношений, что должно выражаться в виде экономии транзакционных издержек на единицу реализованной продукции.

Таким образом, для эффективного управления собственными источниками финансирования деятельности предприятия должны быть решены две задачи: первая — минимизация цены собственного капитала, вторая — уменьшение транзакционных издержек на единицу реализованной продукции при условии увеличения оборачиваемости собственного капитала. Решение поставленных задач позволит найти оптимальную стратегию развития для предприятий любой организационно-правовой формы.