Методические аспекты оценки собственного капитала

В.А. Першиков,
к.э.н., Сибирский университет потребительской кооперации (Сибупк) г. Новосибирск

Рассматриваются подходы к определению стоимости реинвестированного капитала, анализируются основные модели определения стоимости собственного капитала и возможность их применения. Отмечается, что их применение не позволяет давать объективную оценку стоимости капитала, в целях принятия управленческих решений. Предлагается при определенных условиях для определения экономической целесообразности инвестиций стоимость собственного капитала приравнивать к рыночной цене ссудного капитала.

Ключевые слова: инвестиционный процесс, стоимость капитала, прибыль, ссудный капитал, процентная ставка.

Финансово-хозяйственная деятельность предприятия не может обходиться без постоянного вложения капитала. Для расширения производства, повышения его эффективности, внедрения новых технологий и освоения новых рынков требуются капитальные вложения.

Система финансового обеспечения инвестиционного процесса базируется на определении источников его финансирования. В соответствии со ст.9 Федерального закона «Об инвестиционной деятельности в Российской федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» источники финансирования подразделяются на собственные и привлеченные средства.

Выбор источников финансирования зависит от таких факторов, как отраслевая направленность, масштабы и технические особенности производства, система налогообложения, состояние финансового рынка и др. К числу основных факторов относится и стоимость привлекаемого капитала. Стоимость капитала - это цена, которую платит предприятие за использование того или иного источника финансирования, в том числе собственного капитала. Без расчета стоимости невозможно обоснование финансовых решений, при выборе основных направлений вложения средств, приемлемых источников их финансирования и оптимального распределения средств по направлениям их вложения.

Собственный капитал – это средства, принадлежащие хозяевам предприятия, участвующие в процессе производства и приносящие прибыль. Собственный капитал делится на инвестиционную часть, то есть вложенную собственниками предприятия и накопительную часть, созданную эффективной деятельностью предприятия. Инвестированный капитал представлен уставным капиталом и эмиссионным доходом (если такой есть) в составе добавочной стоимости. Накопленный капитал возникает в результате распределения чистой прибыли (резервный капитал, нераспределенная прибыль)

Уставной капитал (в силу его незначительного размера) в основном устанавливает меры ответственности каждого собственника и его участие в прибыли. Добавочный капитал, за исключением эмиссионного дохода, отражает прирост стоимости имущества, но на движение реальных денежных потоков, как правило, не влияет. Фактически организация не получает каких – либо денежных средств или имущества. Таким образом, основным источником финансового обеспечения производственного развития организации, приобретения нового имущества является нераспределенная прибыль. Это та часть прибыли, полученная в предыдущем периоде и не использованная на потребление. Оценка стоимости нераспределенной прибыли признается наиболее трудной задачей при выборе источников финансирования.

Чистая прибыль предприятия принадлежит его собственникам. Принимая решение в пользу реинвестирования, принадлежащей им прибыли, собственники рассчитывают на получение определенного дохода. Предприниматель не будет направлять прибыль в развитие производства, если они не будут уверены, что отсрочка их расходования не будет в дальнейшем компенсирована. Эффективность инвестиций по своей сути предполагает положительный результат. Норму доходности, на которую рассчитывают инвесторы, предоставляя средства можно приравнять к стоимости капитала. Минимальная норма – это такая норма доходности, которую должен получить инвестор для обеспечения выгодности вложений.

В основе определения стоимости собственного капитала находится концепция, что капитал может быть вложен за пределами предприятия. Вложения в текущую деятельность предлагается сравнивать с внешними источниками получения дохода. При этом цена собственного капитала рассматривается с позиции упущенной выгоды, или не реализованных возможностей получения дохода в связи с неудачным выбором образа, способа действий. Собственник, реинвестируя капитал, теряет иные возможности получения дохода. В основу оценки положено сравнение прогнозируемой и якобы упущенной прибыли. Предполагается, что компенсацией за упущенную выгоду могут стать доходы в виде дивидендов и роста стоимости капитала.

Сравнение с альтернативными вложениями при определении стоимости капитала, по нашему мнению являются не совсем корректными. Альтернативность наиболее приемлема при первоначальном вложении капитала, когда инвестиции носят еще достаточно спекулятивный характер. Собственник должен оценивать свои действия, не только с позиции текущей выгоды, но и с позиции уже вложенных средств. Для него инвестиции это дополнительные вложения к уже имеющимся средствам, направленные на создание условий повышения эффективности бизнеса, в рамках стратегии развития предприятия. Одно дело если без дополнительного вливания собственных средств финансовое положение не ухудшится, или финансовый рынок предлагает достаточно дешевые заемные ресурсы. Другое дело, когда отток капитала приведет к отрицательным финансовым последствиям и упущенную выгоду придется определять на собственном предприятии. Сравнение с мифическими проектами, имеющими большую доходность, могут привести к неоправданному завышению стоимости собственного капитала. Выбор направлений и оценка целесообразности инвестиций для инвестора-спекулянта и инвестора-собственника не должны базироваться на одних принципах.

В экономической литературе, достаточно подробно рассматриваются различные методы определения цены собственного капитала. Среди них выделяют следующие основные модели: модель прогнозирования роста дивидендов; ценовая модель капитальных активов (CAPM); модель прибыли на акцию; модель премии за риск.

В основе подхода к определению цены собственного капитала на основании дивидендов, известной, как формула Гордона, лежат текущая рыночная цена акции и прогноз дивидендов на акцию.

$$Ск = \frac{Д}{Р} + д, \text{ где}$$

Кс - цена собственного капитала
Р. - текущая рыночная цена акции,
Д - текущий уровень дивиденда,
д. - ожидаемый темп роста дивидендов.

Применение данной модели будет оправдано, только для предприятий величина прироста дивидендов у которых постоянна. При этом достаточно проблематично определение темпов роста дивидендов. Для этого необходимо получать стабильный уровень чистой прибыли, размер которой часто зависит от внешних факторов. Рыночная цена обычно формируется на биржевых торгах и является объективным показателем, учитывающим и ожидания инвестора, и перспективы рынка. Для определения рыночной цены акции, или последней цене по которой продавалась акция на вторичном рынке, необходимо, как минимум два условия: соответствующая организационно-правовая форма и обращение акций на рынке.

Модель определения цены капитальных активов основана на определении нормативной рыночной основе с использованием показателя риска. Использование данной модели предполагает наличие данных, характеризующих прибыльность работы предприятия за ряд лет. Ключевым показателем является показатель риска конкретного предприятия, который формализуется введением показателя в. Определенные трудности связаны с поиском безрисковых ценных бумаг. Термин «безрисковых» относится к условным, так как в условиях рыночной экономики безрисковых инвестиций не существует. Недостаточное развитие рынка ценных бумаг в России является главным препятствием использования данной модели.

Как известно от владения предприятием определяется не только размером получаемых дивидендов, но и приростом стоимости капитала. Поэтому многие собственники отдают предпочтение показателю величины прибыли на акцию, считая, что он отражает реальных доход, получаемый акционерами независимо от его распределения на реинвестиции или выплату дивидендов. В этом случае стоимость собственного капитала можно определить по формуле:

$$C = \frac{П}{Р}, \text{ где}$$

П – прибыль на одну акцию,
Р - рыночная цена акции.

Но прибыль – это условный расчетный показатель, а применение схем оптимизации налогообложения, может привести к сокрытию или искажению размера прибыли на предприятии. В то же время не все организационно- правовые формы предусматривают определение прибыли. Так у индивидуального предпринимателя согласно норм ГК РФ [2,ст. 209] имущество(в том числе и денежные средства) юридически не разграничиваются

Рассмотренные подходы к оценке стоимости собственного капитала позволяет сделать вывод,

что они имеют оценочный характер. Предприятие не берет на себя ответственности по выплате процентов за паевой капитал, а принимаемые к расчету прогнозные величины, как правило, корректируются по результатам хозяйственной деятельности. Чисто математически эти модели в полнее доступны, но их применение возможно только для достаточно крупных предприятий, хорошо представленных на рынке ценных бумаг. Основная сложность – отсутствие достоверной, объективной информации.

Стоимость капитала является решающим критерием при принятии управленческих решений при формировании структуры капитала. Но применение различных форм отчетности, её недостоверность, оптимизация налогообложения не позволяет большинству предприятий делать объективную оценку стоимости капитала в целях принятия управленческих решениях об инвестициях. Считаем целесообразным в определенной мере использование подходов рыночной оценки капитала.

Рынок капитала – это рынок денежных или имущественных ресурсов, которые необходимы для функционирования производства. Различают первичные рынки, где капитал инвестируется и финансовые рынки, где происходит аккумулирование капитала с целью его вложения на первичном рынке. Функционирование рынка капитала дает предприятию. Возможность сформировать инвестиционные ресурсы для реализации реальных инвестиционных проектов. Для финансовых активов, которые вращаются на рынке капитала, по сравнению с рынком денег, характерны следующие особенности: низкая ликвидность, наибольший уровень финансового риска, которому соответствует более высокая доходность.

Общепринято рынок капитала в части денежных ресурсов отожествлять с рынком ссудного капитала, где денежные средства передаются на определенных условиях во временное пользование. Ссудный капитал – часть капитала, отдаваемая в суду и приносящая собственнику доход в виде процентов. Продавцами капитала являются собственники свободных денежных средств, представленные широкой сетью кредитно- финансовых институтов. Покупателями выступают предприятия, нуждающиеся в этих средствах и готовые платить за их пользование ссудный процент. Таким образом, ссудный процент – это цена, уплачиваема собственнику капитала за использование его средств.

Процент – плата за то, что собственник капитала предоставляет другим возможность текущего использования капитала, отказавшись от самостоятельного его использования. Ставка за процент включает в себя инфляционные ожидания, норму за риск, ставку рефинансирования (ключевую ставку), процент по банковским вкладам. Это позволяет говорить о том, что рыночная цена ссудного капитала является объективным показателем. Она отражает сбалансированность спроса и предложения на рынке, состояние его равновесия, степень удовлетворения экономических интересов.[3,стр.294] В свою очередь, стоимость собственного капитала равна, требуемой собственником, субъективной ставке отдачи на собственный капитал. При этом в качестве базы для расчетов берутся текущие финансовые показатели, отражающие результат производственно хозяйственной деятельности со всеми упущениями.

Рыночные условия подразумевают способность предприятия выполнять свои обязательства по привлеченным ресурсам, в том числе и перед собственниками. Считаем возможным при определении целесообразности инвестирования собственных средств в действующее производство, в качестве минимальной стоимости собственного капитала принимать сложившуюся на рынке цену заемного капитала, дифференцированную по отраслям, регионам.

Библиографический список

1. Закон РФ «Об инвестиционной деятельности в Российской федерации, осуществляемой в

форме капитальных вложений» от 25 февраля 1999г.N 39-ФЗ (с изменениями)
2. Гражданский кодекс Российской Федерации:- Часть первая (в ред. федерального закона от 02.07.2013 № 142-ФЗ)
3. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. В 2 томах. Том1М.: Эльга 2013.672 с.