

Определение стоимости  
собственного капитала на одну  
акцию

Собственный капитал имеет стоимость, которая рассматривается с точки зрения альтернативных вариантов размещения средств или упущенной выгоды. При этом следует учитывать особенности формирования отдельных составляющих собственного капитала и, соответственно, их поэлементную оценку, которая способствует выбору наиболее недорогих источников их привлечения.

Несмотря на множественность подходов к оценке стоимости собственного капитала в научной литературе, могут быть выделены в качестве базовых следующие из них:

- 1) метод дивидендов;
- 2) метод доходов (доходный подход);
- 3) метод оценки доходности финансовых активов на основе использования модели САМР (Capital Assets Pricing Model) .

В соответствии с дивидендным подходом стоимость собственного капитала определяется текущей стоимостью дивидендов, которые акционеры либо получают, либо желают получить от предприятия, а также ожидаемыми изменениями курсовой стоимости акций. Логика данного подхода состоит в том, что выплата дивидендов рассматривается как плата за собственный капитал.

$$k = \frac{D}{P}$$

, где  $k$  – норма дивиденда на акцию (цена собственного капитала);

$D$  – прогнозируемый размер дивиденда на акцию;

$P$  – текущая рыночная цена акции.

Если предположить, что дивиденды растут с некоторым темпом прироста, тогда определение искомой величины собственного капитала предполагает наличие нового параметра  $g$ , который представляет собой ожидаемый темп прироста дивидендов. В этом случае цена собственного капитала может быть определена следующей формулой:

$$k = \frac{D}{P} + g$$

Данная формула получила широкое распространение под названием формулы Гордона.

Метод доходов основывается на расчете коэффициентов соотношения рыночной цены акций ( $P$ ) и прибыли, приходящейся на одну акцию ( $EPS$ ). То есть при реализации данного подхода используется следующая формула:

$$k = \frac{EPS}{P}$$

Данный подход предполагает, что вся будущая прибыль будет распределена среди акционеров, что является весьма грубым приближением.

В российской практике цену собственного капитала Цск в рамках данного подхода можно рассчитать упрощенным способом, а именно:

$$Ц_{ск} = \frac{\text{Чистая Прибыль}}{\text{Собственный Капитал}}$$

Стоимость акционерного капитала ( $E$ ) в рамках метода доходов согласно первой теореме Модильяни-Миллера с учетом налогообложения определяется по следующей формуле:

$$R_E = R_U + (R_U - R_D) \cdot (D / E) \cdot (1 - T_c)$$

$R_U$  – экономическая рентабельность активов предприятия без использования заемных средств;  $R_D$  – стоимость обслуживания долга, %;

$D$  – величина долга (заемного капитала), руб.;

$E$  – величина акционерного капитала, руб.;

$D/E$  – отношение заемного капитала к акционерному (собственному) капиталу;

$T_c$  – налог на прибыль.

Метод, основанный на использовании модели оценки доходности финансовых активов компании (САРМ), базируется на принципе, согласно которому требуемая норма доходности должна отражать уровень риска, который вынуждены нести собственники для того, чтобы получить указанную доходность.

Он включает в себя расчет следующих показателей:  $R_f$  – ставка доходности по безрисковым вложениям, включающим в себя, как правило, доходность государственных ценных бумаг;

$R_m$  – среднерыночный уровень доходности обыкновенных акций, т.е. средняя ставка доходности по всем акциям, котирующимся на фондовом рынке;

$\beta$  – показатель систематического риска.

Он характеризуется колебаниями показателей на рынке ценных бумаг и показывает, насколько изменение цены акции предприятия обусловлено рыночными тенденциями.

Модель САМР, позволяющая оценить требуемую доходность акций компании  $R$ , соответствующую уровню риска, определяемого  $\beta$ -коэффициентом, может быть представлена в виде следующей формулы:

$$R = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

При этом составляющая  $(R_m - R_f)$  имеет вполне реальную интерпретацию, представляя собой рыночную (среднюю) премию за риск вложения капитала в рискованные ценные бумаги.

# Оценка стоимости собственного капитала имеет ряд особенностей, важнейшие из которых :

- суммы выплат акционерам входят в состав налогооблагаемой базы, что повышает стоимость собственного капитала в сравнении с заемными средствами. Выплата процентов за привлекаемый заемный капитал в форме банковских процентов, напротив, уменьшает налогооблагаемую базу. В результате цена вновь привлекаемого собственного капитала часто превышает стоимость заемного капитала;
- привлечение собственного капитала связано с более высоким финансовым риском для инвесторов, что повышает его стоимость на величину надбавки за риск;
- мобилизация собственного капитала, в отличие от заемного, не связана с обратным денежным потоком, что говорит в пользу выгоды данного источника, несмотря на его более высокую стоимость;
- необходимость периодической корректировки объема собственного капитала, зафиксированного в бухгалтерском балансе, вызванная заниженной оценкой суммы используемого собственного капитала в сравнении с использованием вновь привлекаемого собственного или заемного капитала, которые оцениваются в текущих рыночных ценах;
- оценка привлекаемого собственного капитала носит вероятностный характер, так как текущие рыночные цены на акции подвержены значительным колебаниям на фондовом рынке. Если привлечение заемных средств основывается на процентных ставках, зафиксированных, к примеру, в кредитных договорах с банками, то выпуск в обращение обыкновенных акций не содержит таких договорных обязательств перед инвесторами. Исключение составляет эмиссия преференциальных акций с твердо фиксированным процентом дивидендных выплат. Тем самым по своей сущности цена собственного капитала является имплицитной ценой, т.е. ценой, в которой издержки определяются неточно.