

ТЕМА 4. ЦЕНА И СТРУКТУРА КАПИТАЛА

Капитал — стоимость, авансируемая в производство с целью получения прибыли.

Капитал предприятия характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.

Капитал — все источники средств, используемые для финансирования активов и операций фирмы, включая краткосрочную и долгосрочную задолженность, привилегированные и обыкновенные акции (пассив баланса).



Стоимость (цена) капитала (Cost of Capital, CC)

- это отношение суммы средств, которую нужно уплатить за использование финансовых ресурсов из определенного источника, к общему объему средств из этого источника, выраженное в процентах.

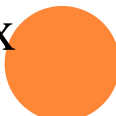
Показатель стоимость капитала имеет различный экономический смысл для отдельных субъектов хозяйствования:

а) для инвесторов и кредиторов характеризует требуемую ими норму доходности на предоставляемый в пользование капитал;

б) для субъектов хозяйствования характеризует удельные затраты по привлечению и обслуживанию используемых финансовых средств, т.е. цену, которую они платят за использование капитала.



Значение стоимости капитала:

- ▣ выступает минимальной нормой формирования операционной прибыли предприятия;
 - ▣ максимизация рыночной стоимости предприятия достигается в значительной степени за счет минимизации стоимости используемых источников формирования капитала;
 - ▣ выступает как ставка дисконтирования, по которой сумма чистого денежного потока приводится к настоящей стоимости;
 - ▣ является базой сравнения с внутренней ставкой доходности инвестиционного проекта;
 - ▣ используется при оценке прибыльности и реальной рыночной стоимости отдельных финансовых инструментов в процессе осуществления финансового инвестирования;
 - ▣ используется также при принятии решений о выборе политики формирования и финансирования предприятием своих оборотных активов.
- 

Определение стоимости капитала организации

проводится в несколько этапов:

- 1) осуществляется идентификация основных компонентов, являющихся источниками формирования капитала организации;
- 2) рассчитывается цена каждого источника в отдельности;
- 3) определяется средневзвешенная цена капитала на основании удельного веса каждого компонента в общей сумме инвестированного капитала;
- 4) разрабатываются мероприятия по оптимизации структуры капитала и формированию его целевой структуры.



Средневзвешенная стоимость капитала – WACC (Weighted Average Cost of Capital) определяется по формуле:

$$WACC = \sum (K_i * d_i)$$

где

WACC – цена капитала, %;

K_i – цена i -го источника финансирования, %;

d_i – удельный вес i -го источника в структуре пассивов, коэфф.;

i – порядковый номер источника финансирования, ед.;

n – общее количество используемых предприятием финансирования, ед.



Средневзвешенная цена капитала показывает сложившийся на предприятии минимум возврата средств на вложенный в деятельность фирмы капитал, или его рентабельность.

Экономический смысл этого показателя в следующем: предприятие может принимать любые решения, в том числе и инвестиционного характера, если уровень их рентабельности не ниже текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала.

Для определения цены капитала наиболее важными являются следующие источники его формирования:

- заемные средства, к которым относятся долгосрочные ссуды и облигационные займы;

- собственные средства, которые включают обыкновенные акции, привилегированные акции и нераспределенную прибыль.



Определение цены основных источников капитала

1. Цена долгосрочных ссуд банка должна определяться с учетом налога на прибыль:

$$K_1 = p * (1-T),$$

где p – ставка процентов по долгосрочной ссуде банка;
 T – ставка налога на прибыль.

Применительно к российским предприятиям эта формула принимает вид:

$$K_1 = p_1 * (1-T) + p_2,$$

где p_1 – ставка процентов по долгосрочной ссуде банка в пределах 1,1 ставки рефинансирования ЦБ РФ;

p_2 – превышение фактической процентной ставки над лимитом.



Показатель общей доходности купонной облигации без права досрочного погашения можно рассчитать как отношение среднегодового дохода к средней цене приобретения или реализации облигаций:

$$K_2 = D + [(M - PC) / n] / [(M + PC) / 2] * (1 - T),$$

где D – купонный (годовой) процентный доход, равный $(M * p)$;

M – номинальная или нарицательная стоимость облигации;

PC – реализационная цена облигации, равная $(M - f)$ (расходы на реализацию);

n – срок погашения облигации;

$(1 - T)$ – налоговый корректор.



Можно воспользоваться определением показателя текущей доходности облигации:

$$K_2 = [M * r/P]$$

где M — номинальная или нарицательная стоимость облигации;

P — текущая (рыночная) цена облигации;

r — купонная ставка (в процентах).

В соответствии с Налоговым кодексом РФ проценты по облигационным займам предприятия уплачивают из чистой прибыли, т.е. прибыли после налогообложения.

Таким образом, поскольку выплаты процентов по облигациям подлежат налогообложению, налоговая корректировка по ним не производится.



Стоимость привилегированных акций приблизительно равна уровню дивидендов, выплачиваемых акционерам. По привилегированным акциям выплачивается фиксированный процент, поэтому стоимость этого источника определяется по формуле:

$$K3 = D/P,$$

где Д - годовой дивиденд по акциям;

Р- текущая рыночная цена акции (без затрат на размещение).

Дивиденды по акциям облагаются налогом, поэтому налоговая корректировка по ним не производится.



Цену акционерного капитала, представленного обыкновенными акциями, нельзя определить достаточно точно, так как размер дивидендов по ним заранее не известен и зависит от результатов работы предприятия.

Стоимость этого источника принимается равной требуемой норме прибыли инвестора на обыкновенную акцию. Для расчета можно использовать три метода оценки.

1. Модель оценки доходности финансовых активов (САРМ).

2. Модель дисконтированного денежного потока (модель Гордона).

3. Метод «доходности облигации компании плюс премия за риск».



Модель оценки доходности финансовых активов (CAPM) предполагает, что цена собственного капитала равна безрисковой доходности плюс премия за риск:

$$K_4 = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

где r_f – безрисковая доходность;

r_m – требуемая доходность портфеля или ожидаемый рыночный доход;

β_i – коэффициент i -й акции компании.

В качестве безрисковой доходности рекомендуется использовать процент по долгосрочным казначейским обязательствам со сроком погашения 20 лет.



Вторым методом определения цены капитала предприятия, представленного обыкновенными акциями, является метод дисконтированного денежного потока, основанный на модели Гордона. Рыночная цена акции рассчитывается как дисконтированная стоимость ожидаемого «потока дивидендов»:

$$C_e = \frac{D_1}{P} + g,$$

где C_e – стоимость собственного капитала; P – рыночная цена одной акции; D_1 – дивиденд, обещанный компанией в первый год реализации инвестиционного проекта; g – прогнозируемый ежегодный прирост дивидендов.

