

УДК 336.64

***ПРОБЛЕМЫ И СПЕЦИФИКА ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА
РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ***

Бирюкова Т.А.

магистр,

Национальный исследовательский университет «Московский энергетический институт»,

Москва, Россия

Аннотация

В статье рассматриваются особенности проведения оценки стоимости капитала компании и формируются рекомендации к проведению данной процедуры. Кроме того, обосновывается необходимость учета риска дефолта при расчете средневзвешенной стоимости капитала.

Ключевые слова: стоимость капитала, стоимость собственного капитала, стоимость долга, риск дефолта.

***PROBLEMS AND SPECIFICS OF THE COST ESTIMATION OF THE
CAPITAL OF RUSSIAN COMPANIES***

Biryukova T.A.

master,

National Research University "Moscow Power Engineering Institute",

Moscow, Russia

Annotation

The article discusses the features of the assessment of the cost of capital of the company and makes recommendations for conducting this procedure. In addition, it justifies the

need to take into account the risk of default when calculating the weighted average cost of capital.

Keywords: cost of capital, cost of equity, cost of debt, default risk.

Оценка стоимости капитала является противоречивой и неоднозначной темой в финансовой теории и практике. Несмотря на широкое применение оценки стоимости, на сегодняшний день нет единой трактовки этого понятия. Условно можно выделить два подхода к определению стоимости капитала компании: бухгалтерский и экономический.

Согласно бухгалтерскому подходу под стоимостью (ценой) капитала понимается относительная величина затрат по его обслуживанию. [4] При этом цена капитала формируется исходя из фактических затрат на обслуживание конкретного источника капитала.

Экономический подход исходит из того, что стоимость капитала определяется доходностью, требуемой владельцем капитала. В рамках такой трактовки стоимость капитала компании отражает возможные или планируемые затраты, связанные с обслуживанием привлеченного капитала. Кроме того, экономическая оценка стоимости капитала характеризует уровень альтернативных затрат собственников, при этом учитывается, что инвесторы ожидают получить доход от инвестирования в другой объект при неизменной величине риска. [2]

Бухгалтерская оценка характеризует больше взгляд менеджмента компании, который привлекает капитал и вынужден платить его собственникам, тогда как экономическая оценка описывает взгляд собственников этого капитала и отражает тот уровень процента, при котором они готовы инвестировать средства в компанию. [5] Интересно рассмотреть понятие стоимости капитала с точки зрения его экономической оценки.

Трудности оценки стоимости капитала не ограничиваются лишь толкованием понятия. Особую сложность и дискуссии по этому поводу вызывает методологическая проблема оценки отдельных элементов средневзвешенной стоимости капитала.

Для оценки стоимости капитала с экономической точки зрения следует определять стоимость каждого источника основываясь не на данных о фактической доходности бумаг оцениваемой компании на фондовом рынке, а на анализе рисков, присущих данному виду бизнеса.

Основное внимание инвестора при вложении в ценные бумаги эмитента должно быть сосредоточено на финансовом состоянии эмитента. Вкладывая средства, инвестор ожидает получить доход в виде дивидендов по акциям либо процентов по долговым обязательствам. Ухудшение финансового положения компании, сопровождающееся увеличением долга, вызывает риск невыплаты платежей по обязательствам, а также основной суммы долга, и сворачивания деятельности. Другими словами, возникает риск банкротства.

Существующие подходы к расчету средневзвешенной стоимости капитала (WACC) не учитывают риски банкротства, что приводит к недооценке финансовых рисков, переоценке эффектов слияний и поглощений и чрезмерному стимулированию менеджмента компании к заимствованиям. Для правильной оценки стоимости капитала компании необходим учет в WACC рисков дефолта — отдельно в стоимости собственного капитала и в стоимости долга.

На практике стоимость долга практически всегда существенно выше доходности безрисковых инструментов и изменяется в зависимости от риска дефолта компании. Стоимость долга (r_d) вычисляется методом синтетического кредитного рейтинга по формуле:

$$r_d = r_f + Spr_d, \quad (1)$$

где r_f — безрисковая ставка;

Spr_d — спред дефолта (разница между доходностью ценных бумаг компании и безрисковой доходностью).

Величина спреда дефолта может быть определена с помощью таблицы Дамодарана соотношения кредитного рейтинга и спреда дефолта. Однако необходимо учитывать, что расчеты были произведены для США, поэтому нужно скорректировать показатели спреда дефолта на премию за страновой риск, которая также может быть выражена как спред дефолта РФ.

Наиболее часто оценка стоимости собственного капитала производится посредством модели CAPM (в различных ее вариантах и модификациях). Согласно данной модели, стоимость собственного капитала (r_e) предполагает следующий вариант расчета:

$$r_e = r_f + \beta MRP, \quad (2)$$

где β — коэффициент бета;

MRP — премия за риск вложений в акции.

Безрисковая ставка представляет собой точку отсчета, с которой связывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данную компанию, на основе чего в дальнейшем выстраивается требуемая норма дохода. В качестве безрисковой ставки может быть принята ставка по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска, — долгосрочные государственные долговые обязательства, обеспеченные гарантиями платежеспособности государства и подверженные минимальному риску (банкротства государства-эмитента и гиперинфляции валюты, в которой номинированы бумаги). [3]

Премия за риск представляет собой разность средней доходности рынка акций и доходности выбранной безрисковой бумаги. Для российских компаний среднерыночная доходность определяется на базе фондовых индексов ММВБ и РТС, а роль безрисковой ставки играет эффективная доходность к погашению долгосрочных долговых обязательств Правительства РФ (ОФЗ).

Коэффициент бета отражает взаимосвязь отклонений доходности рынка акций и заданной ценной бумаги. Коэффициент бета рассчитывается как ковариация доходности собственника фирмы (доходность данной ценной бумаги) с рыночным портфелем, деленная на вариацию доходности рынка. [3]

Даже несмотря на столь широкое распространение модели CAPM, практическая сторона ее применения остается до сих пор не однозначной. Кроме того, не модифицированная модель не учитывает риск дефолта.

Один из вариантов модификации модели, который часто используется инвестиционными компаниями, можно представить в следующем виде:

$$r_e = r_d + \beta MRP \quad (3)$$

Данная формула частично учитывает риск дефолта, оцененный рынком облигаций и отраженный в стоимости долга r_d . Однако эта доходность не учитывает риск дефолта для самого собственника. [1]

Формула Хамады используется для оценки зависимости требуемой доходности собственного капитала от величины долга. При отсутствии долга β показывает, как меняется доходность акций компании с изменением общерыночной доходности. Такой показатель называется бетой без долговой нагрузки и обозначается β_U . С ростом долговой нагрузки неопределенность, связанная с доходностью для акционеров, увеличивается, растет и бета. Такая бета называется бетой с долговой нагрузкой и обозначается β_L :

$$\beta_L = \beta_U(1 + D/E(1 - t)), \quad (4)$$

где D/E — отношение суммы долга к собственному капиталу;

t — ставка налога на прибыль.

Необходимо отметить, что формула Хамады (4) отражает исключительно рост риска волатильности доходов собственника при увеличении финансового левериджа, который связан с изменчивостью доходов компании, а риск дефолта зависит в первую очередь от структуры капитала. [1]

Если бы риск собственника соответствовал риску кредитора, дополнительных поправок не потребовалось бы, и для расчета стоимости собственного капитала использовалась бы формула (3). Тем не менее в отличие от кредиторов, которые что-то получают от продажи активов компании, собственник при банкротстве теряет все.

Таким образом, влияние риска дефолта на требуемую доходность собственного капитала необходимо выразить через показатель вероятности дефолта и дополнительно учесть в формуле (2).

Предложенные рекомендации по оценке средневзвешенной стоимости капитала компании позволят учесть издержки как кредиторов, так и собственников компании в случае банкротства.

Библиографический список:

1. Жуков П.Е. Учет риска дефолта при формировании оптимальной структуры капитала компании // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 2 (24). С. 60-73.
2. Кокин А.С., Яшина Н.И., Яшин С.Н., Гинзбург М.Ю. Корпоративные финансы : учебное пособие. — М. : РИОР: ИНФРА-М, 2016. — 369 с.
3. Корпоративные финансы : учебник / коллектив авторов ; под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. — М. : КНОРУС, 2016. — 480 с.
4. Корпоративные финансы : учебник / коллектив авторов ; под ред. проф. Е.И. Шохина. 2-е изд., стер. — М. : КНОРУС, 2018. — 318 с.
5. Сутягин В.Ю. Практические аспекты оценки стоимости капитала российских компаний // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 36 (174). С. 24-34.

Оригинальность 84%