

Воробьев Ю.Н.

## Методические подходы к оценке стоимости заемного и привлеченного финансового капитала предприятий

Осуществляя формирование финансового капитала, предпринимательские структуры используют не только собственные финансовые ресурсы, но также заемные и привлеченные. Выбор источников формирования финансового капитала определяется не только желанием или возможностью предприятий, но и экономической целесообразностью, которая находит отражение в стоимости (цене) различных групп и элементов финансового капитала.

Заемный и привлеченный финансовый капитал с позиции его стоимостной оценки имеет ряд особенностей.

Во-первых, использование заемного и привлеченного капитала для финансирования хозяйственной деятельности предпринимательских структур связано с формированием возвратного денежного потока. Этот возвратный денежный поток включает две составляющие: а) сумму основного долга предприятия; б) проценты по обслуживанию долга. Использование заемного и привлеченного финансового капитала в хозяйственном обороте предприятия создает условия для появления специфических финансовых рисков, которые зависят в значительной мере от объемов заимствований и в меньшей степени от формы и условий привлечения заемных источников финансовых ресурсов. Такие виды рисков могут в случае невозврата заемных и привлеченных средств привести предприятие к банкротству. Все мероприятия, направленные на снижение уровня финансовых рисков, связанных с использованием заемного и привлеченного финансового капитала, как правило, приводят к росту стоимости источников заемных и привлеченных финансовых ресурсов.

Во-вторых, формирование заемного и привлеченного финансового капитала связано с фактическим уровнем кредитоспособности субъекта хозяйствования. Высокий уровень кредитоспособности предприятия ведет при прочих равных условиях к снижению стоимости заемного и привлеченного финансового капитала. Чем выше уровень кредитоспособности, тем ниже стоимость заемного и привлеченного финансового капитала. Для наиболее надежных заемщиков стоимость заемного и привлеченного финансового капитала может быть установлена на самом низком уровне, то есть процентная ставка по заемным средствам будет включать минимальную норму процента за риск при заимствовании финансовых ресурсов.

В-третьих, использование источников заемных финансовых ресурсов для формирования финансового капитала связано в значительной степени с состоянием финансового рынка, его отдельных сегментов. Хорошо развитый финансовый рынок, благоприятная его конъюнктура позволяют использовать различные схемы и формы заимствования необходимых объемов финансового капитала и тем самым снижать его стоимость. Особенность современного этапа развития экономики Украины состоит в том, что основные рыночные институты еще не функционируют в полном объеме. Это относится и к финансовому рынку. В связи с этим формирование заемного финансового капитала осуществляется со значительными трудностями, при использовании не всегда законных приемов, что повышает вероятность уголовного или финансового наказания. Это вынуждает, в свою очередь, расходовать часть заемных средств для "прикрытия" от возможного наказания, в результате чего стоимость заемных источников не уменьшается.

Кроме того, современный украинский финансовый рынок испытывает недостаток в относительно дешевых финансовых ресурсах, так как процессы формирования таких ресурсов в условиях переходной экономики осложнены низкой эффективностью деятельности большинства предпринимательских структур, абсолютной бедностью большей части населения, что не позволяет осуществлять значительные объемы накопления средств в масштабах экономической системы государства. Привлечение иностранных источников средств для полномасштабного функционирования украинского финансового рынка в настоящий момент практически невозможно из-за очень высокого уровня риска потери не только будущего дохода, но и вложенного капитала.

В-четвертых, одной из существенных особенностей использования заемных и привлеченных средств является достаточная простота формирования показателя оценки стоимости финансового капитала. В качестве такого показателя может выступать процент за кредит, купонная и дисконтная ставка по облигациям, дисконтная ставка по векселям, процент по лизингу (аренде), процент ценовой скидки, депозитный процент по кредиторской задолженности и т.п.

В-пятых, в процессе стоимостной оценки заемного и привлеченного финансового капитала может использоваться налоговый корректор. Применение налогового корректора связано с порядком отнесения затрат по обслуживанию заемных финансовых ресурсов на себестоимость или на прибыль. В случае отнесения затрат по обслуживанию долга на себестоимость продукции (работ, услуг) они уменьшают размер налогооблагаемой базы субъекта хозяйствования, а следовательно, снижают стоимость заемного финансового капитала на ставку налога на прибыль. Если затраты по обслуживанию заемных финансовых ресурсов относятся на прибыль предприятия до налогообложения, то происходит также уменьшение налогооблагаемой базы предприятия и тем самым снижается стоимость заемного финансового капитала на величину ставки налога на прибыль. Налоговый корректор может быть представлен в следующем виде:

$$НК = 1 - \frac{ФНП_0}{ОПП_0}, \quad (1)$$

где

НК – налоговый корректор, доли ед.;

ФНП<sub>0</sub> – фактический налог на прибыль по данным налогового учета, ден. ед.;

ОПП<sub>0</sub> – общая отчетная прибыль предприятия до налогообложения, ден. ед.

Заемный и привлеченный финансовый капитал характеризуют совокупный объем обязательств субъектов хозяйствования или общую сумму долга. Совокупные обязательства предприятия в форме заемного и привлеченного финансового капитала могут иметь следующий состав (рис. 1).



Рис. 1. Состав заемного и привлеченного финансового капитала предприятия

При оценке стоимости заемных источников финансового капитала в экономической литературе выделяют несколько их видов. Так, В.В. Ковалев рассматривает только два основных источника: банковский кредит и облигационный заем<sup>1</sup>. Ю. Бригхэм выделяет также два источника заемного капитала – банковский кредит и облигационный заем<sup>2</sup>. Аналогичную позицию занимает Б. Коласс<sup>3</sup>. Дж. К. Шим и Дж. Г. Сигел выделяют только один источник – облигационный заем<sup>4</sup>.

Однако заемный и привлеченный финансовый капитал не ограничивается только банковским кредитом или облигационным займом. Поэтому, с нашей точки зрения, оценку стоимости заемного и привлеченного финансового капитала следует проводить по всем имеющимся их элементам. Наиболее полную схему оценки стоимости заемных и привлеченных средств предложил И.А. Бланк<sup>5</sup>.

В предложенной им схеме можно выделить четыре основных группы элементов оценки стоимости заёмного и привлеченного финансового капитала (рис. 2). Первая группа – финансовый кредит; вторая группа – облигационный заем; третья группа – товарный (коммерческий) кредит; четвертая группа – кредиторская задолженность. Выделение этих четырёх групп элементов заемного и привлеченного финансового капитала позволяет более точно определить средневзвешенную стоимость всего заемного и привлеченного финансового капитала.

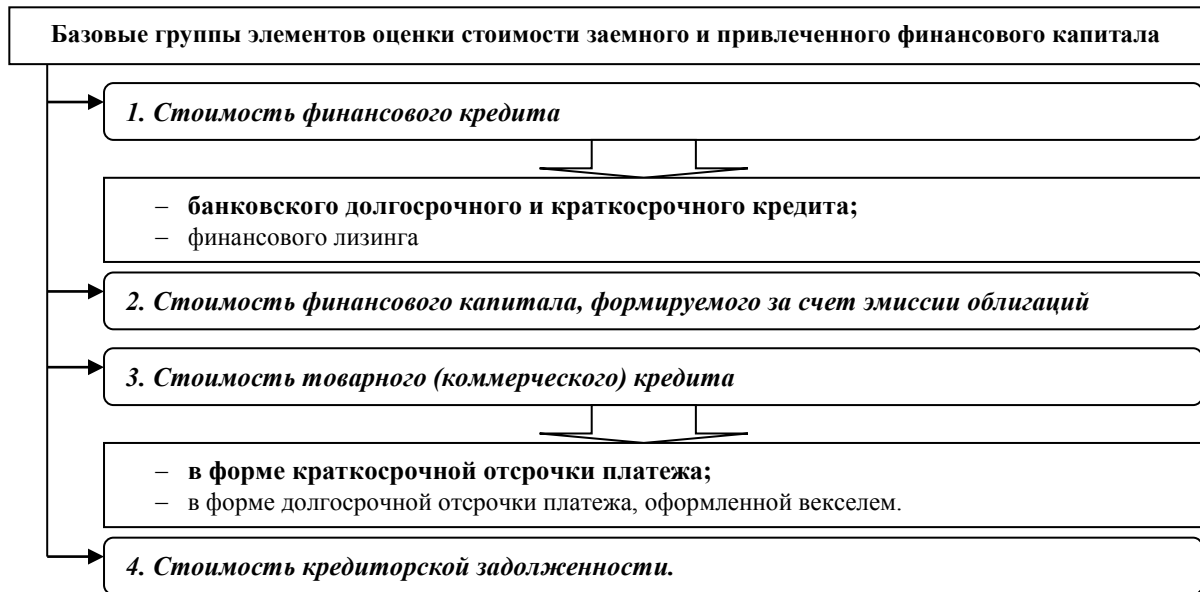
Рассмотрим механизм оценки стоимости отдельных групп элементов заемного и привлеченного финансового капитала. Расчет стоимости отдельных элементов заемного и привлеченного финансового капитала целесообразно выполнять как по отчетным (фактическим) данным, так и по плановым данным, что для субъекта хозяйствования имеет большую ценность при разработке финансовых планов и программ.

1. Стоимость финансового кредита оценивается исходя из двух источников: а) банковского кредита; б) финансовой аренды (лизинга). При рассмотрении банковского кредита, как правило, нет существенных различий по срокам его предоставления. Поэтому стоимость банковского долгосрочного и краткосрочного кредита зависит от процентной ставки, которая определяет основные затраты по его привлечению и обслуживанию. Процентная ставка по банковскому кредиту будет более высокой при долгосрочном кредитовании, чем при краткосрочном. Это связано с необходимостью учета как возможного изменения темпа инфляции, так и более высокого кредитного риска, возникающего с ростом продолжительности использования кредитных ресурсов.

Для расчета стоимости банковского кредита по отчетным (фактическим) данным может быть использована формула:

$$СБК_0 = \left(1 - \frac{ФНП_0}{ОПП_0}\right) \times \frac{СПБК_0}{1 - КРБК_0}, \quad (2)$$

где  
 СБК<sub>0</sub> – стоимость банковского кредита по отчетным (фактическим) данным, %;  
 ФНП<sub>0</sub> – фактический налог на прибыль по данным налогового учета, ден. ед.;  
 ОПП<sub>0</sub> – общая отчетная прибыль предприятия до налогообложения, ден. ед.;  
 СПБК<sub>0</sub> – ставка процента по банковскому кредиту по отчетным данным, %;  
 КРБК<sub>0</sub> – коэффициент расходов по привлечению банковского кредита (РБК<sub>0</sub>) к сумме банковского кредита (БК<sub>0</sub>) (КРБК<sub>0</sub> = РБК<sub>0</sub> / БК<sub>0</sub>) по отчетным (фактическим) данным, доли ед.



**Рис. 2.** Система базовых элементов оценки стоимости заемного и привлеченного финансового капитала

В плановом периоде стоимость банковского кредита может быть определена по такой формуле:

$$СБК_П = СБК_0 \times К_П, \quad (3)$$

где  
 СБК<sub>П</sub> – стоимость банковского кредита по плановым данным, %;  
 СБК<sub>0</sub> – стоимость банковского кредита по отчетным данным, %;  
 К<sub>П</sub> – коэффициент изменения уровня расходов по привлечению и обслуживанию кредита, доли ед.

Финансовая аренда (лизинг) является современной формой привлечения заемного финансового капитала для формирования активной части основных средств предприятий. В Украине данная форма заимствования только получает свое развитие. Закон Украины «О лизинге» был принят в декабре 1997 года.

Стоимость финансового лизинга определяется на основе ставки лизинговых платежей, которая включает: а) норму амортизации; б) норму обслуживания лизингового долга.

Для расчета стоимости финансового лизинга может быть предложена формула:

$$СЛ_0 = \left(1 - \frac{ФНП_0}{ОПП_0}\right) \times \frac{ГЛС_0 - ГНЛ_0}{1 - КРПА_0}, \quad (4)$$

где  
 СЛ<sub>0</sub> – стоимость привлечения финансового капитала на условиях финансового лизинга по отчетным данным, %;  
 ФНП<sub>0</sub> – фактический налог на прибыль по данным налогового учета, ден. ед.;  
 ОПП<sub>0</sub> – общая отчетная прибыль предприятия до налогообложения, ден. ед.;  
 ГЛС<sub>0</sub> – годовая лизинговая ставка в отчетном периоде, %;  
 ГНА<sub>0</sub> – годовая норма амортизации основных активов в отчетном периоде, %;  
 КРПА<sub>0</sub> – коэффициент расходов по привлечению основных активов (РОА<sub>0</sub>) к сумме основных активов (ОА<sub>0</sub>) (КРПА<sub>0</sub> = РОА<sub>0</sub> / ОА<sub>0</sub>) в отчетном периоде, ден. ед.

В плановом периоде стоимость финансового лизинга может измениться под влиянием различных факторов. Поэтому стоимость финансового капитала, привлеченного за счет финансового лизинга, может определяться по формуле:

$$СЛ_{П} = СЛ_0 \times К_{П}, \quad (5)$$

где

СЛ<sub>П</sub> – стоимость привлечения финансового капитала на условиях финансового лизинга в отчетном периоде, %;

СЛ<sub>0</sub> – стоимость привлечения финансового капитала на условиях финансового лизинга в отчетном периоде, %;

К<sub>П</sub> – коэффициент изменения уровня расходов по привлечению и обслуживанию лизинга, доли ед.

2. Стоимость финансового капитала, формируемого за счет эмиссии облигаций, определяется на основе либо ставки купонного процента, которая обеспечивает сумму периодических выплат владельцам купонных облигаций, либо ставки дисконта, если облигации продаются с дисконтом, при этом для оценки стоимости финансового капитала используется общая сумма дисконта, выплачиваемая при погашении облигации.

При использовании купонных облигаций для оценки их стоимости может быть предложена формула:

$$СОЗ_{КВО} = \left(1 - \frac{ФНП_0}{ОПП_0}\right) \times \frac{СКПО_0}{1 - КРО_0}, \quad (6)$$

где

СОЗ<sub>КВО</sub> – стоимость облигационного займа с купонными выплатами дохода в отчетном периоде, %;

ФНП<sub>0</sub> – фактический налог на прибыль по данным налогового учета, ден. ед.;

ОПП<sub>0</sub> – общая отчетная прибыль предприятия до налогообложения, ден. ед.;

СКПО<sub>0</sub> – ставка купонного процента по облигациям в отчетном периоде, %;

КРО<sub>0</sub> – коэффициент расходов по облигациям в соответствии с объемом эмиссии, доли ед.

В случае изменения купонных выплат по облигациям стоимость облигационного займа в плановом периоде может быть определена:

$$СОЗ_{КВП} = СОЗ_{КВО} \times К_{ИКВ}, \quad (7)$$

где

СОЗ<sub>КВП</sub> – стоимость облигационного займа с купонными выплатами в плановом периоде, %;

СОЗ<sub>КВО</sub> – стоимость облигационного займа с купонными выплатами в отчетном периоде, %;

К<sub>ИКВ</sub> – коэффициент изменения купонных выплат в плановом периоде, доли ед.

При использовании дисконтных облигаций для оценки их стоимости может быть предложена следующая формула:

$$СОЗ_{ДВ} = \left(1 - \frac{ФНП_0}{ОПП_0}\right) \times \frac{СДС}{(1 - КРО) \times (О_n - СДС)}, \quad (8)$$

где

СОЗ<sub>ДВ</sub> – стоимость облигационного займа с дисконтными выплатами, %;

ФНП<sub>0</sub> – фактический налог на прибыль по данным налогового учета, ден. ед.;

ОПП<sub>0</sub> – общая отчетная прибыль предприятия до налогообложения, ден. ед.;

СДС – среднегодовая дисконтная сумма по облигации, ден. ед.;

О<sub>н</sub> – номинальная сумма облигации, ден. ед.;

КРО – коэффициент расходов по облигациям в соотношении с объемом эмиссии облигаций, ден. ед.

Если учесть, что дисконтные выплаты по дисконтным облигациям осуществляются только при погашении облигаций, т.е. один раз за период обращения облигации, то расчет плановых значений не имеет смысла.

В условиях современного развития экономики Украины предприятия очень мало используют облигационные займы для формирования финансового капитала. Этому имеется несколько причин. Во-первых, согласно законодательству Украины объем эмиссии облигаций не может быть более 25% от фактического размера уставного капитала предприятия. Так как большинство предприятий не имеет значительного уставного капитала, то и эмиссия облигаций практически невозможна. В основном эмиссию облигаций могут проводить только очень крупные государственные предприятия или бывшие государственные, но в процессе приватизации получившие статус открытых акционерных обществ. Как показывают статистические данные, в 1998 году эмиссию облигаций осуществляли только государственные предприятия в объеме 3,5 млн. грн. Во-вторых, в соответствии с Законом Украины "О внесении изменений в Закон Украины "О налогообложении прибыли предприятий" от 22 мая 1997 года с последующими дополнениями и изменениями, вся сумма средств, полученная предприятием от эмиссии облигаций, включается в его валовый доход при налоговом учете и, следовательно, облагается налогом на прибыль по ставке 30%. В-третьих, низкая эффективность большинства украинских предприятий не позволяет обеспечить необходимый уровень дохода по купонной или дисконтной

облигации, что не обеспечивает их привлекательности у основной массы кредиторов. В-четвертых, достаточно высокие уровни инфляции и финансового риска не позволяют кредиторам на длительный срок вкладывать свои средства в украинские предприятия почти всех отраслей экономики. В-пятых, современный период характеризуется уменьшением возможностей большинства населения и предприятий по накоплению средств для последующей их капитализации. Таким образом, использование облигационных займов в экономике Украины является редким случаем, в то же время это есть существенный резерв роста объемов финансового капитала предпринимательских структур, и что самое важное – на долгосрочной основе.

3. Стоимость товарного (коммерческого) кредита определяется на базе двух возможных вариантов: а) по кредиту с краткосрочной отсрочкой платежа; б) по кредиту с долгосрочной отсрочкой платежа, оформленной векселем.

Стоимость товарного кредита с краткосрочной отсрочкой платежа (в пределах одного месяца) оценивается размером скидки с цены товара, при осуществлении наличного платежа. Отсрочка платежа до одного месяца (30 дней) со дня поставки (получения) товара, при размере ценовой скидки за наличный платеж – 3%, выступает месячной стоимостью использования товарного кредита. За полный год эта стоимость может составить:  $3\% \times 365 \text{ дней} / 30 \text{ дней} = 36,5\%$ . Если предположить, что ценовая скидка составляет 5% в месяц, тогда за год  $5\% \times 365 \text{ дней} / 30 \text{ дней} = 60,8\%$ .

Таким образом, стоимость товарного кредита с краткосрочной отсрочкой платежа может быть одним из самых дорогих источников привлечения средств для формирования финансового капитала.

Стоимость товарного кредита с краткосрочной отсрочкой платежа определяется по формуле:

$$CTK_{КОПО} = \left(1 - \frac{ФНП_0}{ОПП_0}\right) \times \frac{РЦС_0 \times 365 \times K_{ДП}}{ДОП_{ТО}}, \quad (9)$$

где

$CTK_{КОПО}$  – стоимость товарного кредита с краткосрочной отсрочкой платежа в отчетном периоде, %;

$ФНП_0$  – фактический налог на прибыль по данным налогового учета, ден. ед.;

$ОПП_0$  – общая отчетная прибыль предприятия до налогообложения, ден. ед.;

$РЦС_0$  – размер ценовой скидки в отчетном периоде при осуществлении наличного платежа, %;

$ДОП_{ТО}$  – длительность отсрочки платежа по товарам, дней;

$K_{ДП}$  – поправочный коэффициент за каждый день просрочки платежа, доли ед. ( $K > 1$ ).

Стоимость товарного кредита с краткосрочной отсрочкой платежа в плановом периоде может быть определена по формуле:

$$CTK_{КОПП} = CTK_{КОПО} \times K_{И}, \quad (10)$$

где

$CTK_{КОПП}$  – стоимость товарного кредита с краткосрочной отсрочкой платежа в плановом периоде, %;

$CTK_{КОПО}$  – стоимость товарного кредита с краткосрочной отсрочкой платежа в отчетном периоде, %;

$K_{И}$  – коэффициент изменения показателей в плановом периоде, доли ед.

Стоимость товарного кредита с долгосрочной отсрочкой платежа с оформлением векселя близко к оценке стоимости банковского кредита, но с учетом потери ценовой скидки. Для расчета стоимости товарного кредита с оформлением векселя может быть использована формула:

$$CTK_{ОВО} = \left(1 - \frac{ФНП_0}{ОПП}\right) \times \frac{СПВК_0 \times 365 \times K_{ДП}}{1 - РЦС_0}, \quad (11)$$

где

$CTK_{ОВО}$  – стоимость товарного кредита с долгосрочной отсрочкой платежа, оформленной векселем, %;

$ФНП_0$  – фактический налог на прибыль по данным налогового учета, ден. ед.;

$ОПП$  – общая отчетная прибыль предприятия до налогообложения, ден. ед.;

$СПВК_0$  – ставка процента за вексельный кредит в отчетном периоде, %;

$РЦС_0$  – размер ценовой скидки при осуществлении наличного платежа за товар в отчетном периоде, доли ед.;

$K_{ДП}$  – поправочный коэффициент за каждый день просрочки платежа, доли ед. ( $K_{ДП} > 1$ ).

Стоимость товарного кредита с долгосрочной отсрочкой платежа с оформлением векселя в плановом периоде может быть определена по формуле:

$$CTK_{ОВП} = CTK_{ОВО} \times K_{И}, \quad (12)$$

где

$CTK_{ОВП}$  – стоимость товарного кредита с долгосрочной отсрочкой платежа, оформленной векселем в плановом периоде, %;

$CTK_{ОВО}$  – стоимость товарного кредита с долгосрочной отсрочкой платежа, оформленной векселем в отчетном периоде, %;

$K_{и}$  – коэффициент изменения показателей в плановом периоде, доли ед.

Использование товарного кредита как источника формирования краткосрочного заемного и привлеченного финансового капитала является достаточно распространенным явлением. В то же время, как показывают наши исследования, такой способ формирования финансового капитала является достаточно дорогим для предпринимательских структур. Поэтому, на наш взгляд, использование товарного кредита как способа формирования краткосрочного финансового капитала необходимо ограничивать на уровне, не превышающем стоимости краткосрочного банковского кредита.

Стоимость кредиторской задолженности предприятия, по мнению И.А. Бланка «учитывается по нулевой ставке, так как представляет собой бесплатное финансирование предприятия за счет данного вида заемного капитала»<sup>6</sup>.

Однако, по нашему мнению, это не совсем так. Любой финансовый капитал имеет свою стоимость, в том числе и непросроченная кредиторская задолженность. Кредиторская задолженность представляет собой часть финансового капитала предприятия, которая должна быть выплачена по текущим обязательствам предприятия в установленные сроки. Так как кредиторская задолженность – это часть имеющихся средств предприятия, то ее стоимость определяется не процентом по обслуживанию долга, а, например, доходом, полученным при ее помещении на соответствующий период в банк на депозитный счет.

Для расчета стоимости кредиторской задолженности может быть предложена формула:

$$СКЗ_0 = \left(1 - \frac{ФНП_0}{ОПП_0}\right) \times \frac{СПБД_0 * T_0}{1 - КРБ_{КЗО}}, \quad (13)$$

где

$СКЗ_0$  – стоимость кредиторской задолженности предприятия в отчетном периоде, %;

$ФНП_0$  – фактический налог на прибыль по данным налогового учета, ден. ед.;

$ОПП_0$  – общая отчетная прибыль предприятия до налогообложения, ден. ед.;

$СПБД_0$  – ставка процента по банковскому депозиту в отчетном периоде, %;

$T_0$  – относительный нормативный период функционирования кредиторской задолженности (отношение числа дней функционирования задолженности к общему числу дней в году), доли ед.;

$КРБ_{КЗО}$  – коэффициент расходов по банковскому обслуживанию кредиторской задолженности, помещенной на депозитный счет в банк, доли ед.

В плановом периоде стоимость кредиторской задолженности может быть определена по формуле:

$$СКЗ_{п} = СКЗ_0 \times K_{и}, \quad (14)$$

где

$СКЗ_{п}$  – стоимость кредиторской задолженности в плановом периоде, %;

$СКЗ_0$  – стоимость кредиторской задолженности в отчетном периоде, %;

$K_{и}$  – коэффициент изменения показателей в плановом периоде, доли ед.

Стоимость кредиторской задолженности, как показывают исследования, очень маленькая, что делает данный источник достаточно выгодным для формирования финансового капитала предпринимательских структур. Однако в масштабах страны можно наблюдать постоянный рост объемов кредиторской задолженности, что подтверждает на практике низкую стоимость данного источника формирования финансового капитала.

После оценки стоимости отдельных элементов заемного и привлеченного финансового капитала можно определить средневзвешенную стоимость этого капитала:

$$ССЗПФК_0 = 0,01 \times \sum_{i=1}^m СЗПФК_{0i} \times Y_{0i}, \quad (15)$$

где

$ССЗПФК_0$  – средневзвешенная стоимость заемного и привлеченного финансового капитала в отчетном периоде, %;

$m$  – число элементов (источников) заемного и привлеченного финансового капитала;

$СЗПФК_{0i}$  – стоимость  $i$ -го элемента заемного и привлеченного финансового капитала в отчетном периоде, %;

$Y_{0i}$  – удельный вес  $i$ -го элемента заемного и привлеченного финансового капитала в отчетном периоде, %;

0,01 – коэффициент пропорциональности.

В плановом периоде показатель средневзвешенной стоимости заемного и привлеченного финансового капитала определяется по аналогичной формуле, но с учетом плановых значений составляющих её элементов.

Таким образом, предложенный методический подход к определению стоимости заемного и привлеченного финансового капитала позволяет получить количественную оценку данных видов капитала и обеспечить необходимый уровень эффективности не только при формировании совокупного финансового капитала, но и

при его использовании в хозяйственном обороте предпринимательских структур.

#### Литература

1. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1996.
2. Бригхэм Ю.Ф. Энциклопедия финансового менеджмента: сокр. пер. с англ. / Ред. кол.: А.М. Емельянов, В.В. Воронов, В.Ш. Кушлин и др. – 5-е изд. – М.: ОАО «Экономика», 1998..
3. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы; Учебное пособие / Пер. с франц. Под ред. проф. Я.В. Соколова. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997.
4. Шим Д.К., Сигел Д.Г. Финансовый менеджмент / Пер. с англ. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1996.
5. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.1 – К.: Ника-Центр, 1999.
6. Там же. – С. 537.