

**Воробьев Ю.Н.**  
**КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ**

В рыночной экономике финансовый капитал рассматривается как специфический товар, имеющий свою стоимость. Стоимость финансового капитала предпринимательских структур зависит от многих факторов, комплексно воздействующих на формирование его цены.

Рассмотрение концептуальных основ определения стоимости финансового капитала является особенно актуальным для предпринимательских структур Украины, так как большинство из них испытывает значительные трудности с источниками финансирования и не может определить оптимальный состав и размер собственного и заемного капитала.

Стоимостная оценка финансового капитала важна для всех предпринимательских структур, независимо от их организационно-правового статуса и формы собственности.

В экономической литературе существуют различные определения стоимости (цены) капитала. Так, В. В. Ковалев отмечает: "Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется ценой капитала".<sup>i</sup>

Дж. К. Шим и Дж. Г. Сигел считают, что стоимость капитала определяется как норма прибыли, которую компания предлагает за свои ценные бумаги для поддержания их рыночной стоимости.<sup>ii</sup>

По мнению Г. Б. Поляка, в общем случае "...стоимость капитала – это средневзвешенная цена, которую компания уплатила за денежные средства, использованные для формирования своего капитала".<sup>iii</sup>

А. Д. Шеремет и Р. С. Сайфулин определяют цену капитала "... в виде отношения издержек на его обслуживание к его стоимости (величине этого капитала)".<sup>iv</sup>

В. Г. Белолипецкий дает такое определение стоимости капитала: "Стоимость капитала определяется затратами на его привлечение. Затраты на привлечение капитала ... это сумма регулярных выплат, которую должна осуществлять фирма владельцам капитала (инвесторам, кредиторам) из расчета суммы привлеченного капитала".<sup>v</sup>

По мнению И. А. Бланка, стоимость капитала представляет собой цену, которую предприятие платит за его привлечение из различных источников.<sup>vi</sup>

В. И. Терехин и С. В. Моисеев так определяют стоимость капитала: "Под стоимостью капитала понимается его доходность, т.е. прибыль, требуемая инвестором (акционером)".<sup>vii</sup>

Таким образом, большинство авторов рассматривают стоимость капитала либо как норму прибыли или дохода, либо как уровень затрат по привлечению капитала.

Как отмечает В. М. Сутормина, стоимость капитала может оцениваться с двух точек зрения. "Во-первых, с позиции акционерной компании, исходя из текущей стоимости ожидаемых денежных потоков, при этом рассматривается финансовая стоимость капитала. Во-вторых, с позиции инвесторов и кредиторов, т.е. тех, кто приобретает ценные бумаги акционерной компании, в этом случае речь идет о рыночной стоимости капитала. Рыночная стоимость капитала всегда приближается к его финансовой стоимости".<sup>viii</sup>

Поэтому, рассматривая рыночную стоимость, практически определяют финансовую стоимость капитала.

Исследуя содержание понятия "стоимость капитала", можно прийти к выводу, что почти все авторы рассматривают стоимость капитала как цену одного из факторов производства.

*По нашему мнению, стоимость финансового капитала представляет собой оценку различных элементов капитала, а также его общей суммы с позиции целесообразности формирования из различных внутренних и внешних источников для производительного использования в своем хозяйственном обороте.*

Концептуальный подход к такой оценке состоит в том, что финансовый капитал, являясь важным фактором становления и развития предпринимательских структур, имеет определенную стоимость, которая самым существенным образом влияет на направления хозяйственной деятельности субъекта предпринимательства. С нашей точки зрения, стоимость финансового капитала может быть использована как в теоретическом, так и практическом аспектах деятельности предприятия.

*Во-первых, стоимость финансового капитала служит экономической базой для принятия решений целесообразности создания новой предпринимательской структуры, развития и расширения деятельности уже функционирующих субъектов хозяйствования. С этих позиций стоимость финансового капитала выполняет роль индикатора целесообразности и эффективности предпринимательской деятельности, ее перспективности в будущем.*

*Во-вторых, стоимость финансового капитала служит измерителем прибыльности основной деятельности хозяйствующего субъекта. Суть данного положения состоит в том, что прибыль выступает основным источником платежа за формируемый финансовый капитал. Поэтому стоимость капитала есть минимальная граница по формированию прибыли предпринимательских структур.*

*В-третьих, стоимость финансового капитала должна использоваться в процессе реального и финансового инвестирования. Показатель стоимости капитала выступает как дисконтная ставка, по которой будущая стоимость денежного потока субъекта хозяйствования приводится к настоящему времени. Кроме того, данный показатель выполняет роль индикатора целесообразности реализации инвестиционного проекта. Если внутренняя норма доходности меньше показателя стоимости финансового капитала, то такой инвестиционный проект не следует реализовать.*

При инвестировании средств в финансовые инструменты показатель стоимости финансового капитала позволяет оценить не только доходность отдельных видов финансовых инструментов, но и прибыльность сформированного портфеля ценных бумаг.

*В-четвертых, стоимость финансового капитала является эффективным инструментом для принятия решений относительно приобретения основных средств производства или использования долгосрочной оперативной или финансовой аренды.* Сравнивая значение стоимости оперативной или финансовой аренды со стоимостью финансового капитала, можно утверждать, что если стоимость оперативной или финансовой аренды выше или равна стоимости капитала, то более выгодно приобрести основные средства в собственность.

*В-пятых, стоимость финансового капитала предпринимательских структур выступает надежным измерителем рыночной стоимости хозяйствующего субъекта.* С повышением стоимости финансового капитала заметно снижается уровень рыночной стоимости предпринимательской структуры, и наоборот. Для акционерных обществ это наглядно и рельефно прослеживается в цене обыкновенных акций, которая изменяется, колеблется в сторону повышения или понижения в соответствии со стоимостью финансового капитала. Отсюда, управляя стоимостью капитала, можно влиять на показатель рыночной цены предприятия.

*В-шестых, стоимость финансового капитала оказывает непосредственное воздействие на разработку и осуществление политики финансирования основных и оборотных активов.* В зависимости от складывающейся стоимости финансового капитала предпринимательские структуры разрабатывают и реализуют свою политику финансирования активов. При этом преимущество может быть отдано или внутренним, или внешним источникам финансирования, либо выбирается некий компромиссный вариант, более оптимальный в сложившихся условиях хозяйствования.

*В-седьмых, показатель стоимости финансового капитала используется для оптимизации его структуры.* С этой целью применяется механизм финансового левиреджа, который позволяет оптимизировать структуру финансового капитала, исходя из стоимости заемных источников и эффективности собственной производственно-хозяйственной деятельности.

*В-восьмых, стоимость капитала служит одним из возможных критериев экономической эффективности формирования и использования совокупного финансового капитала и отдельных его элементов в собственном хозяйственном обороте.* С этих позиций стоимость всего финансового капитала и отдельных его частей выступает как минимальная норма рентабельности собственной производственно-сбытовой и финансово-инвестиционной деятельности.

Оценка стоимости финансового капитала очень важна для обеспечения эффективного, поступательного формирования общей прибыли предприятия. При этом оценка стоимости финансового капитала, по нашему мнению, должна проводиться на всех этапах жизненного цикла предпринимательских структур, начиная с создания хозяйствующего субъекта и в течение всего периода функционирования предприятия. Определение показателя стоимости капитала следует обязательно проводить при разработке текущих и перспективных финансовых планов, в т.ч. и бизнес-планов хозяйствующих субъектов.

Методический подход к определению стоимости финансового капитала, по нашему мнению, должен основываться на таких принципах.

*1. Принцип поэлементной оценки стоимости финансового капитала.* Финансовый капитал состоит из неоднородных элементов, включающих прежде всего элементы собственного, заемного и привлеченного капитала, а также отдельных источников их образования. Поэтому все источники и элементы финансового капитала должны быть объектами соответствующих экономических расчетов.

*2. Принцип совокупной оценки всего финансового капитала.* Неоднородность элементов финансового капитала приводит к различным оценочным значениям их стоимости, что делает абсолютно необходимым процесс определения совокупной стоимости капитала, которая может рассчитываться как средневзвешенная стоимость всех элементов и их источников.

Для расчета средневзвешенной стоимости финансового капитала может быть использована формула:

$$ССФК = 0,01 \times \sum_{i=1}^m СФК_i \times Y_i, \quad (1)$$

где:

ССФК – средневзвешенная стоимость финансового капитала предпринимательской структуры, %;

m – число элементов (источников) финансового капитала, выделенных в процессе экономической оценки;

СФК<sub>i</sub> – стоимость отдельных элементов (источников) финансового капитала, %;

Y<sub>i</sub> – удельный вес отдельных элементов (источников) финансового капитала, %;

0,01 – коэффициент пропорциональности.

*3. Принципы сопоставимости оценки стоимости отдельных элементов финансового капитала.* При оценке стоимости финансового капитала существует серьезная опасность получения несопоставимых оценочных значений. Это связано с тем, что отдельные элементы финансового капитала имеют разную рыночную оценку. Заемные и привлеченные источники капитала, как правило, приближены к рыночной стоимости (цене). В то же время стоимость собственного финансового капитала заметно занижена. Поэтому при расчетах средневзвешенной стоимости капитала может быть получен некорректный или значительно заниженный показатель средневзвешенной стоимости финансового капитала.

Для обеспечения сопоставимости и корректности расчетов средневзвешенной стоимости капитала величина собственного финансового капитала приводится к текущей рыночной стоимости.

Методика такого приведения состоит в следующем.

Первоначально определяют ту сумму собственного финансового капитала, которая формирует чистые активы предприятия:

$$СОФК = СФК - ЗФК - ПФК, \quad (2)$$

где:

СОФК – собственный финансовый капитал предприятия, ден. ед.;

СФК – совокупный финансовый капитал, ден. ед.;

ЗФК – заемный финансовый капитал, ден. ед.;

ПФК – привлеченный финансовый капитал, ден. ед.

Затем определяют сумму собственного финансового капитала и его долю в формировании основных средств и других внеоборотных активов, а также в образовании материальных оборотных активов. При этом следует исходить из того, что основные средства и другие внеоборотные активы, как правило, формируются за счет собственного финансового капитала, а материальные оборотные активы – как за счет собственного, так и за счет других составных элементов совокупного финансового капитала. Для расчета может быть использована формула:

$$СОФК_{\text{моа}} = СОФК - ВА, \quad (3)$$

где:

СОФК<sub>моа</sub> – собственный финансовый капитал, формирующий материальные оборотные активы, ден. ед.;

СОФК – собственный финансовый капитал предприятия, ден. ед.;

ВА – сумма основных средств и других внеоборотных активов предприятия, ден. ед.

Последней стадией является дооценка стоимости внеоборотных активов и собственных материальных оборотных средств с целью получения их рыночной стоимости. Величина переоцененных активов характеризует текущую рыночную стоимость собственного финансового капитала, используемого для расчета средневзвешенной стоимости всего финансового капитала.

Дооценка активов может осуществляться либо по годовому индексу инфляции, либо по среднегодовой учетной ставке НБУ, либо по среднегодовому изменению курса гривны по отношению к доллару США.

4. *Принцип постоянной оценки стоимости финансового капитала.* Изменение стоимости отдельных элементов финансового капитала предполагает корректировку средневзвешенной стоимости всего капитала. Этот процесс должен проводиться постоянно, так как формирование и использование финансового капитала носит непрерывный характер, осуществляется постоянно.

5. *Принцип взаимосвязки текущей и предстоящей средневзвешенной стоимости финансового капитала.* Эта взаимосвязка обеспечивается за счет применения показателя предельной стоимости капитала.

Предельная стоимость финансового капитала – это максимально возможная стоимость дополнительно привлекаемого капитала, которая позволяет предприятию обеспечивать заданный уровень доходности.

Величина предельной стоимости финансового капитала может быть определена по формуле:

$$ПСФК = \frac{\Delta ССФК}{\Delta ФК}, \quad (4)$$

где:

ПСФК – предельная стоимость финансового капитала;

$\Delta ССФК$  – прирост средневзвешенной стоимости финансового капитала;

$\Delta ФК$  – прирост суммы финансового капитала, дополнительно привлекаемой предприятием.

Использование дополнительного финансового капитала, как собственного, так и заемного, имеет на каждом этапе развития предприятия свои экономические пределы, связанные с ростом его средневзвешенной стоимости. Как отмечает И. А. Бланк, "привлечение собственного капитала за счет прибыли ограничено общими ее размерами; увеличение объема эмиссии акций и облигаций сверх точки насыщения рынка возможно лишь при более высоком размере выплачиваемых дивидендов или купонного дохода; привлечение дополнительного банковского кредита в связи с ростом финансового риска для кредиторов (из-за снижения уровня финансовой устойчивости предприятия) может осуществляться лишь на условиях возрастания ставки процента за кредит и т.п."<sup>ix</sup>

6. *Принцип экономической целесообразности использования дополнительного финансового капитала.* Показателем экономической целесообразности использования дополнительного финансового капитала может служить предельная эффективность капитала. Этот показатель характеризует соотношение прироста уровня рентабельности дополнительно привлекаемого финансового капитала и прироста средневзвешенной стоимости капитала. Определение предельной эффективности финансового капитала можно осуществить по формуле:

$$ПЭФК = \frac{\Delta УР_{\text{фк}}}{\Delta ССФК}, \quad (5)$$

где:

ПЭФК – предельная эффективность финансового капитала;

$\Delta УР_{\text{фк}}$  – прирост уровня рентабельности от использования дополнительного финансового капитала;

$\Delta ССФК$  – прирост средневзвешенной стоимости финансового капитала.

7. *Принцип учета уровня риска при оценке привлечения финансового капитала из различных источников.* Этот принцип необходимо учитывать при выборе элементов финансового капитала, формировании его структуры.

Рассмотренные принципы оценки позволяют сформировать систему показателей, определяющую стоимость финансового капитала и границы эффективности его использования.

Основным показателем оценки финансового капитала является его средневзвешенная цена, на которую влияет множество факторов:

- 1) средняя ставка процента, сложившаяся на финансовом рынке;
- 2) доступность различных внешних источников финансирования;

- 3) объем внутренних источников финансирования и возможность их использования;
- 4) отраслевые особенности субъектов хозяйствования;
- 5) формы собственности и организационно-правового статуса;
- 6) соотношение объемов основной и финансово-инвестиционной деятельности;
- 7) уровень предпринимательского и финансового риска.

Учет этих факторов находит свое воплощение в процессе оценки стоимости финансового капитала, целенаправленного управления им.

Стоимость финансового капитала может рассматриваться либо с позиции оценки движения денежных потоков в будущем или приведения их к настоящему времени, либо с позиции привлечения источников капитала.

Оценивая стоимость финансового капитала, следует прежде всего определить будущую и настоящую его цену (стоимость). Будущая стоимость финансового капитала показывает, сколько будут стоить финансовые ресурсы сегодняшнего дня в будущем. Учитывая, что финансовый капитал находится в постоянном движении, при определении его будущей стоимости проценты на капитал добавляются к основной сумме.

Для определения будущей стоимости финансового капитала могут использоваться схемы простых и сложных процентов.

Будущая стоимость финансового капитала по простым процентам рассчитывается по формуле:

$$F_t = P \times (1 + t \times n), \quad (6)$$

где:

$F_t$  – будущая стоимость финансового капитала в периоде  $t$ , ден. ед.;

$P$  – первоначальная сумма финансового капитала, ден. ед.;

$n$  – простая фиксированная процентная ставка, доли ед.;

$t$  – период начисления процентов на капитал (измеряется либо в полных годах, либо как часть года).

Расчет будущей стоимости финансового капитала по сложным процентам осуществляется по формуле:

$$F_t = (1 + n)^t, \quad (7)$$

где:

$F_t$  – будущая стоимость финансового капитала в периоде  $t$ , ден. ед.;

$P$  – первоначальная сумма финансового капитала, ден. ед.;

$n$  – сложная фиксированная процентная ставка, доли ед.;

$t$  – период начисления процентов на капитал, полных лет.

Использование финансового капитала, как правило, проходит на фоне воздействия инфляционного фактора. Особенно сильно это ощущается в экономике переходного периода. Поэтому целесообразно расчет будущей стоимости финансового капитала и, в первую очередь, его заемной части осуществлять с учетом инфляции. Для этого применяется формула сложных процентов, учитывающая воздействие инфляции:

$$F_L = P \times (1 + (n + L + n \times L))^t, \quad (8)$$

где:

$F_L$  – будущая стоимость финансового капитала, определяемая по сложной процентной ставке, скорректированной на темп инфляции;

$P$  – первоначальная сумма финансового капитала;

$n$  – номинальная процентная ставка;

$t$  – период сделки;

$L$  – темп прироста инфляции.

Наряду с определением будущей стоимости финансового капитала достаточно часто приходится определять настоящую приведенную стоимость. Этот процесс называется дисконтированием, или процессом приведения будущей стоимости финансового капитала к настоящему времени. Расчет также осуществляется по схеме простых и сложных процентов.

По схеме простых процентов настоящая стоимость капитала определяется по формуле:

$$P' = \frac{F}{1 + t \times r}, \quad (9)$$

где:

$P'$  – настоящая приведенная стоимость финансового капитала;

$F$  – будущая стоимость финансового капитала;

$t$  – период сделки;

$r$  – простая дисконтная ставка.

Настоящая приведенная стоимость капитала по схеме сложных процентов определяется по формуле:

$$P' = \frac{F}{(1 + r)^t}, \quad (10)$$

где:

$P'$  – настоящая приведенная стоимость финансового капитала;

$F$  – будущая стоимость финансового капитала;

$t$  – период сделки;

$r$  – сложная дисконтная ставка.

Показатель приведенной настоящей стоимости является важным элементом оценки стоимости финансового капитала. Чем меньше величина настоящей приведенной стоимости финансового капитала, тем он более эффективно используется.

С позиции привлечения источников капитала оценивается стоимость собственного, заемного и привлеченного капитала. Определение стоимости отдельных частей и элементов финансового капитала позволяет, в конечном итоге, получить средневзвешенную стоимость капитала в целом по предприятию.

По нашему мнению, целесообразно определить не только средневзвешенную стоимость совокупного финансового капитала, но и рассчитывать средневзвешенную стоимость собственного и заемного капитала. В этом случае показатель средневзвешенной стоимости совокупного финансового капитала определяется на основе более детальной и всесторонней оценки привлечения различных источников финансовых ресурсов, учета большего числа факторов, влияющих на процесс формирования финансового капитала.

---

<sup>i</sup> Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1996. – С. 228.

<sup>ii</sup> Шим Д.К., Сигел Д.Г. Финансовый менеджмент / Пер. с англ. – М.: Информационно-издательский дом "Филин", 1996. – С. 169.

<sup>iii</sup> Финансовый менеджмент: Учебник для вузов / Г.Б. Поляк, И.А. Акодис, Т.А. Краева и др. / Под ред. проф. Г.Б. Поляка. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – С. 146.

<sup>iv</sup> Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Финансы предприятий. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 38.

<sup>v</sup> Белолипецкий В.Г. Финансы фирмы: Курс лекций / Под ред. И.П. Мерзлякова. – М.: ИНФРА-М, 1998. – С. 118.

<sup>vi</sup> Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.1. – К.: Ника-Центр, 1999. – С. 429.

<sup>vii</sup> Финансовое управление фирмой / В.И. Терехин, С.В. Моисеев, Д.В. Терехин, С.Н. Цыганков / Под ред. В.И. Терехина. – М.: ОАО "Издательство Экономика", 1998. – С. 156.

<sup>viii</sup> Суторміна В.М. та ін. Фінанси зарубіжних корпорацій: Нав. посібник / В.М. Суторміна, В.М. Федосов, Н.С. Рязанова / За ред. В.М. Федосова. – К.: Либідь, 1993. – С. 175.

<sup>ix</sup> Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.1. – К.: Ника-Центр, 1999. – С. 434.