1. **Понятие цены капитала и ее влияние на финансовый результат**

Капиталом организации являются те ресурсы, которые вложены в дело организации и приносят прибыль. Для получения финансового результата предприятию необходимы реальные активы и трудовые ресурсы. Наиболее важные задачи финансовой политики – это поиск достаточных источников средств, необходимых для удовлетворения потребности в активах, минимизация их цены и оптимизация структуры капитала для обеспечения финансовой устойчивости предприятия.

Капитал предприятия формируется за счет различных финансовых источников как краткосрочного, так и долгосрочного характера. Привлечение этих источников связано с определенными затратами, которые несет предприятие (выплата дивидендов, процентов по ссудам и займам и др.). Общая сумма средств, которую необходимо уплатить предприятию за использование финансовых ресурсов из различных источников, выраженная в процентах к этому объему, представляет собой *цену (стоимость) капитала* организации.

Важнейшими аспектами использования показателя цены организации являются:

1. Стоимость капитала используют как измеритель доходности текущей деятельности организации. Поскольку стоимость капитала отражает ту часть прибыли, которая должна быть уплачена за привлечение нового капитала, то данный показатель является минимальной нормой ее формирования от всех видов деятельности организации (текущей, инвестиционной и финансовой).
2. Показатель стоимости капитала применяют как критерий в процессе осуществления реального инвестирования. В случае если уровень доходности по проекту ниже, чем показатель стоимости капитала, то подобный инвестиционный проект не принимают к реализации.
3. Стоимость капитала организации выступает главным критерием для измерения эффективности финансовых инвестиций. При оценке доходности отдельных финансовых инструментов (акций, облигаций) базой сравнения выступает стоимость капитала. Индикатор стоимости капитала позволяет оценить не только реальную рыночную стоимость и доходность отдельных видов эмиссионных ценных бумаг, но и определить наиболее перспективные направления финансового инвестирования.
4. Стоимость капитала в разрезе его отдельных элементов (собственного и заемного) используют в процессе управления его структурой.
5. Стоимостью капитала измеряют уровень рыночной цены компании. Снижение цены капитала приводит к росту рыночной стоимости организации и наоборот.

На стоимость капитала влияют следующие факторы: общее состояние финансовой среды, в том числе финансовых рынков; средняя ставка ссудного процента, сложившаяся на финансовом рынке; доступность различных источников финансирования для конкретных предприятий; уровень концентрации собственного капитала; соотношение объемов операционной и инвестиционной деятельности; степень риска осуществляемых операций; отраслевые особенности деятельности предприятия, в том числе длительность производственного и операционного циклов и другие.

Определяют стоимость капитала предприятия в 4 этапа:

1. Идентифицируют основные компоненты, являющиеся источниками формирования капитала фирмы.
2. Рассчитывают цену каждого источника в отдельности.
3. Определяют средневзвешенную цену капитала на основании удельного веса каждого компонента в общей сумме инвестиционного капитала.
4. Разрабатывают мероприятия по оптимизации структуры капитала и формированию его целевой структуры.

Основная сложность заключена в исчислении стоимости единицы капитала, полученного из конкретного источника средств. Для некоторых источников ее можно вычислить достаточно легко (например, цена акционерного капитала, цена банковского кредита), по другим источникам выполнить такие расчеты сложнее (например, по статьям накопленной прибыли, кредиторской задолженности). Тем не менее, даже приблизительное значение цены капитала предприятия необходимо как для анализа эффективности использования собственного и заемного капиталов, так и для проведения его собственной инвестиционной политики.

Следует различать два понятия – «цена капитала данного предприятия» и «цена предприятия в целом как субъекта на рынке капиталов». Первое понятие количественно выражают в сложившихся на предприятии относительных годовых расходах по обслуживанию своей задолженности перед собственниками и инвесторами. Второе – характеризуют различными показателями, в частности величиной собственного капитала или котировками ценных бумаг.

Оба эти понятия количественно взаимосвязаны. Так, если предприятие участвует в инвестиционном проекте, доходность которого меньше, чем цена капитала, цена предприятия по завершении этого проекта уменьшится.

Таким образом, стоимость капитала – это ключевой элемент при реализации финансовой политики предприятия, а также критерий ее эффективности. Так как задачей финансовой политики является максимилизация стоимости предприятия независимо от того, насколько доходность активов превышает стоимость средств для их приобретения, необходимо, чтобы цена всех используемых факторов производства и в первую очередь капитала была минимизирована.

1. **Цена капитала и финансовый риск предприятия**

Структура капитала определяет многие аспекты деятельности предприятия и оказывает прямое влияние на его финансовые результаты. Управление структурой капитала заключается в создании смешанной структуры капитала, представляющей такое оптимальное соотношение собственных и заемных источников, при котором минимизируются общие капитальные затраты и максимизируется рыночная стоимость предприятия. К источникам привлечения заемных средств относятся: различные формы кредитов (финансовый, товарный); выпуск облигаций предприятия; беспроцентные заимствования по линии государственных и негосударственных программ и фондов; прирост «устойчивых пассивов» (задолженности по заработной плате, по расчетам с бюджетом и др.).

Решение использовать или не использовать заемные средства в качестве дополнительного источника финансирования обуславливает возникновение двух видов риска: производственного и финансового.

Финансовый риск при использовании заемных средств можно рассматривать как риск, связанный с недостатком средств для выплаты процентов и погашения долгосрочных ссуд и займов. На степень финансового риска указывает сила финансового рычага. Этот показатель позволяет измерить эффект, заключающийся в повышении рентабельности собственного капитала при увеличении доли заемного капитала в общей его сумме.

Действие финансового рычага характеризует целесообразность и эффективность использования предприятием заемных средств как источника долгосрочного финансирования хозяйственной деятельности. Использование заемных средств связано со значительными издержками.

Финансовый рычаг представляет собой потенциальную возможность влиять на прибыль предприятия путем изменения объема и структуры долгосрочных пассивов. Действие финансового рычага заключается в том, что предприятие, использующее заемные средства, изменяет чистую рентабельность собственных средств и свои дивидендные возможности.

Эффект финансового рычага определяется путем умножения дифференциала финансового рычага (разницы между уровнем рентабельности активов предприятия и средним уровнем ставки процента за используемый кредит) на коэффициент финансового рычага (отношение заемного капитала к собственному капиталу):

ЭФР = (1 - Т) \* (RA – р) \* ЗК : СК,

где ЭФР – сила воздействия финансового рычага (прирост коэффициента рентабельности собственного капитала), %;

Т – ставка налога на прибыль;

RA – экономическая рентабельность активов, %;

р – средняя расчетная процентная ставка за кредит;

ЗК – заемный капитал;

СК – собственный капитал предприятия.

Эта формула позволяет определить безопасный для предприятия объем заемных средств, наиболее выгодные условия кредитования и приемлемую ставку ссудного процента, а также облегчает налоговое бремя. Кредит будет выгодным для предприятия, если он увеличит эффект финансового рычага.

В указанной формуле можно выделить три основные составляющие:

1. налоговый корректор (1-Т) показывает влияние налогообложения на эффект финансового рычага;
2. дифференциал финансового рычага (RA-р) характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средней расчетной ставкой за кредит;
3. коэффициент финансового рычага (ЗК:СК) характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, приходящегося на единицу собственного капитала.

Главным среди них является дифференциал финансового рычага, который характеризуется высоким динамизмом. Эффект финансового рычага проявляется в том случае, если он является положительной величиной – чем выше положительное значение дифференциала, тем выше эффект финансового рычага.

Коэффициент финансового рычага мультиплицирует положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет значения дифференциала. При неизменном дифференциале коэффициент финансового рычага является главным генератором возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, а также финансового риска потери этой прибыли.

При неизменном коэффициенте финансового рычага положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, а также финансового риска ее потери.

Многовариантный расчет эффекта финансового рычага позволяет определить оптимальную структуру капитала с позиций наиболее эффективного его использования, то есть выявить границу предельной доли использования заемного капитала.

Знание механизма воздействия финансового рычага на уровень прибыльности собственного капитала и степень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как структурой, так и стоимостью капитала предприятия. Чем больше финансовый рычаг, тем выше финансовый риск и стоимость капитала предприятия, так как увеличивается сумма процентов, выплачиваемая по заемным средствам.

Поскольку финансовые затруднения повышают цену капитала, то цена организации снижается. Предприятию с высоким уровнем риска, у которого выше вероятность финансовых затруднений, следует использовать заемный капитал в меньшем объеме, чем низкорисковым предприятиям, которые могут привлекать заемный капитал в больших объемах.

Оптимальная структура капитала достигается в результате компромисса между получением определенной экономии и увеличением затрат, связанных с потенциальными финансовыми трудностями и агентскими расходами (расходами по обеспечению управления предприятием и контроля за его эффективностью, вызванными ростом доли заемного капитала в общей структуре капитала.

1. **Определение цены основных источников капитала**

Основными элементами заемного капитала предприятия являются выпущенные им облигации и долгосрочные ссуды банка.

Цена заемного капитала зависит от многих факторов: вида используемых процентных ставок (фиксированной или плавающей), разработанной схемы начисления процентов и погашения долгосрочной задолженности, необходимости формирования фонда погашения задолженности.

*Цена долгосрочных ссуд* банка должна определяться с учетом налога на прибыль. Это связано с тем, что проценты за пользование ссудами банка включаются в себестоимость продукции, что уменьшает размер налогооблагаемой прибыли и сумму налога на прибыль предприятия. Поэтому цена долгосрочной ссуды банка (К) будет меньше, чем размер процентов, уплачиваемых предприятием банку:

К = *р* \* (1 – Т),

где *р –* процентная ставка по долгосрочной ссуде банка;

Т – ставка налога на прибыль.

Эта формула в условиях России применима в том случае, если величина процентов по ссуде не превышает учетной ставки Банка России, увеличенной на 3%. Согласно Положению о составе затрат проценты по долгосрочным ссудам банка включаются в себестоимость предприятия только в таком размере.

Если процентная ставка по долгосрочной ссуде превышает установленный размер, цена источника увеличивается на размер этого превышения (*р*):

*р* = *р* - (*р* + 3%),

где *р* - процентная ставка коммерческого банка;

*р* - учетная ставка Банка России.

Проценты, уплачиваемые по облигациям, в соответствии с законодательством России списываются предприятием из чистой прибыли. Таким образом, *стоимость облигационного займа* (К) примерно равна величине процентов, уплачиваемых держателем облигаций, то есть ее доходности (*r*). В зависимости от вида облигации доходность рассчитывается по-разному. Показатель общей доходности купонной облигации без права досрочного погашения (или доходности к погашению) рассчитывается как отношение среднегодового дохода к средней цене ее приобретения:

К = *r* = (D + (M – P) : n) : ((M + P) : 2),

где D – купонный годовой процентный доход;

M – номинальная или нарицательная стоимость облигаций;

P – текущая (рыночная) цена облигации;

n – срок погашения облигации.

Если приведенный расчет затруднен, можно воспользоваться определением показателя текущей доходности облигации:

К = *r* = (М \* *р*) : Р,

где *р* – купонная ставка, %.

Так как выплаты процентов по облигациям подлежат налогообложению, налоговая корректировка по ним не производится.

Основными элементами собственных средств являются акции (обыкновенные и привилегированные) и нераспределенная прибыль.

Цену акционерного капитала, представленного обыкновенными акциями, нельзя определить точно, так как размер дивидендов по ним заранее не известен и зависит от результатов работы предприятия. *Стоимость обыкновенных акций* принимается равной требуемой норме прибыли инвестора на обыкновенную акцию. Для расчета обычно используют три метода: оценки доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model - CAPM); дисконтированного денежного потока (модель Гордона); доходности облигации фирмы плюс премия за риск. На практике рекомендуется применять все три метода одновременно, а затем выбрать наиболее достоверный. Если результаты их применения сильно различаются, необходимо провести дополнительный анализ.

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

К = *r* +  \* (*r- r*),

где *r -* безрисковая доходность;

*r* - требуемая доходность портфеля, или ожидаемый рыночный доход;

 - коэффициент *i-ой* акции фирмы.

Разность между требуемой доходностью портфеля и безрисковой доходностью представляет собой рыночную премию за риск (*r- r*). Произведение -коэффициента на рыночную премию за риск представляет собой премию за риск владения *i-ой* акцией.

-коэффициент отражает уровень изменчивости конкретной ценной бумаги по отношению к усредненной и является критерием дохода на акцию по сравнению со средним доходом на рынке ценных бумаг.

Вторым методом определения цены обыкновенных акций является расчет дисконтированного денежного потока, основанный на модели Гордона. Рыночная цена акции устанавливается как дисконтированная стоимость ожидаемого потока дивидендов:

Р = ,

где Р - рыночная стоимость акций;

Д - ожидаемые дивиденды;

*r* - требуемая доходность;

*t* – количество лет.

Модель Гордона имеет ограничения в применении: она может использоваться только компанией, выплачивающей дивиденды. Кроме того, правильно определить темпы прироста дивидендов в перспективе достаточно сложно.

Третий метод определения цены обыкновенных акций основан на суммировании доходности собственных облигаций и расчетной премии за риск.

Другим источником собственного капитала является нераспределенная прибыль – это чистый доход предприятия, остающийся после налогообложения, выплаты дивидендов по привилегированным акциям и процентов по облигациям. Нераспределенная прибыль принадлежит владельцам обыкновенных акций и может быть использована на реинвестирование в развитие производства или выплату дивидендов акционерам. Ожидаемые доходы акционеров не должны быть ниже доходов от аналогичных инвестиций в другие рыночные активы с той же степенью риска.

*Цена нераспределенной прибыли* представляет собой ожидаемую доходность обыкновенных акций предприятия и определяется теми же методами, что и цена обыкновенных акций.

1. **Взвешенная и предельная цена капитала**

Для определения стоимости капитала необходимо вычислить *средневзвешенную цену капитала* на основании удельного веса каждого компонента в общей сумме инвестированного капитала. Она показывает минимальный возврат средств предприятия на вложенный в деятельность капитал или его рентабельность.

Экономический смысл этого показателя состоит в том, что предприятие может принимать любые решения, в том числе и инвестиционного характера, если уровень их рентабельности не ниже текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала. Общая цена капитала (W) представляет собой среднее значение цен каждого источника в общей сумме:

W = ,

где К - стоимость *i*-го источника средств;

*d* - удельный вес *i*-го источника в общей сумме.

Факторы, влияющие на показатель средневзвешенной цены капитала, очень изменчивы. Одним из внутренних факторов является расширение объема новых инвестиций за счет собственных или привлеченных средств. Первый источник более дешевый, но ограничен в размерах, второй – не ограничен, но его цена зависит от структуры авансированного капитала. Изменение процентных ставок на финансовом рынке приводит к изменению цены отдельных источников.

В связи с колебанием стоимости отдельных элементов капитала в средневзвешенную цену должны вноситься постоянные коррективы. Для оценки стоимости сформированного капитала используют фактические (отчетные показатели), связанные с оценкой отдельных его элементов. Оценка прогнозной стоимости капитала имеет вероятностный характер, который обусловлен прогнозом конъюнктуры на финансовом рынке, динамикой финансовых результатов, собственной платежеспособностью, уровнем инвестиционного риска и т.д.

Взвешивание может быть первоначальным и целевым. Первоначальное взвешивание основано на существующей структуре капитала, которая признается оптимальной и должна сохраниться в будущем, и может осуществляться по балансовой и рыночной стоимости источников.

Взвешивание по балансовой стоимости предполагает, что новое дополнительное финансирование будет осуществляться с использованием тех же методов, которые применялись для формирования существующей структуры капитала. При этом удельный вес каждого источника определяется делением его балансовой стоимости на балансовую стоимость всех долгосрочных источников капитала. Такой расчет позволяет оценить фактически сложившуюся структуру источников и связанные с ней расходы.

Однако главная цель расчета средней цены капитала заключается не только в оценке фактически сложившегося положения, но и в определении стоимости привлекаемой денежной единицы с последующим использованием ее значения в качестве коэффициента дисконтирования при составлении бюджета капиталовложений. Для этого приводят взвешивание по рыночной стоимости источников капитала: рыночную стоимость каждого источника делят на общую рыночную стоимость всех источников. Этот метод является более точным по сравнению с предыдущим, так как учитывает реальную конъюнктуру фондового рынка и другие факторы.

Целевое взвешивание применяется в том случае, если предприятие хочет сформировать оптимальную для себя структуру капитала, когда запланированное соотношение собственных и заемных средств в общем объеме источников должно сохраняться в течение длительного промежутка времени.

*Понятие предельной цены капитала* показывает цену последней денежной единицы вновь привлеченного капитала. Это показатель прироста средневзвешенной цены капитала к сумме каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой организацией. Она увеличивается в ростом объемов привлеченных средств и изменений в структуре капитала.

Расчет предельной стоимости капитала (ПСК) осуществляется по формуле:

,

где  - прирост средневзвешенной стоимости капитала в прогнозном периоде, %;

 - прирост всего капитала в прогнозном периоде, %.

Предельная цена капитала может оставаться неизменной, если увеличение капитала осуществляется за счет нераспределенной прибыли предприятия пи сохранении неизменной его структуры. Однако существует определенная критическая точка, после которой взвешенная стоимости капитала будет увеличиваться при привлечении новых источников и изменении структуры капитала. Это точка разрыва (перелома) нераспределенной прибыли (*х*), которая рассчитывается по формуле:

*х* = НП : У,

где НП – нераспределенная прибыль;

У - удельный вес (доля) собственного капитала.

Однако если цена заемных источников остается на прежнем уровне и структура капитала не меняется, то теоретически предельная цена капитала предприятия может остаться неизменной.

Предельную стоимость капитала рекомендуют сравнивать с ожидаемой нормой прибыли по отдельным коммерческим операциям и проектам, для осуществления которых требуется привлечение дополнительного капитала. Правило здесь следующее: ожидаемая норма прибыли должна быть выше предельной цены капитала.

**Список использованной литературы**

1. Долгосрочная и краткосрочная финансовая политика предприятия: Учеб пособие / Под ред. И.Я. Лукосевича. – М.: Вузовский учебник, 2008. – 288с.;
2. Финансовая политика организаций / Под ред. М.И. Баканова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 248с.;
3. Финансовый менеджмент: Учебное пособие / Под ред. Проф. Е.И. Шохина. – М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2004. – 408с.