

## Секция «Государственное и муниципальное управление»

### Стоимость привлечения капитала для инвестиционных проектов в РФ

*Гулин Александр Андреевич*

*Аспирант*

*Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, Факультет  
государственного управления, Москва, Россия*

*E-mail: gulinbiz@gmail.com*

Величина WACC является системообразующей в построении модели управления компанией, основанной на максимизации стоимости для акционеров. Управление стоимостью уже длительное время признается теорией и практикой финансового менеджмента в качестве стратегии, наиболее полно охватывающей стандартные задачи коммерческой организации, начиная от обеспечения высокой отдачи от инвестиций и организации качественного финансово-управленческого учета, и заканчивая полномасштабной оптимизацией бизнес-процессов и внедрением эффективных систем мотивации. Актуальность корректного определения стоимости привлекаемого капитала для российских компаний обусловлена стремительно развивающейся финансовой глобализацией и вовлечением российского бизнеса в конкуренцию на мировых рынках, как товарных, так и финансовых, а также развитием национального фондового рынка и технологий оценки бизнеса.

WACC – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала (собственного и заемного), рассчитывается по формуле:

$$WACC = E/IC \times Re + D/IC \times Rd(1-Tc),$$

где E – стоимость собственного капитала, IC – инвестированный капитал, Re – требуемая (ожидаемая) доходность от собственного капитала, %, D – стоимость долга, Rd – требуемая (ожидаемая) доходность долга, Tc – ставка налога на прибыль компании.

Минимизация затрат на капитал – важнейший критерий финансовой эффективности. Эта прямая связь прослеживается, например, в концепции экономической прибыли, на которой базируется одна из моделей управления стоимостью. Так расчет создаваемой компанией величины добавленной стоимости (экономической прибыли) производится следующим образом:

$$EP = IC \times (ROIC - WACC), \text{ где}$$

EP (economic profit) – экономическая прибыль,

IC (invested capital) – инвестированный капитал,

ROIC (return on invested capital) – рентабельность инвестированного капитала.

Согласно концепции дисконтированных денежных потоков, стоимость денежного потока дисконтируется по ставке, отражающей присущий ему риск. Поскольку WACC широко применяется для дисконтирования денежных потоков компании при оценке ее стоимости, правило соотношения риска и доходности здесь также реализуется.

Согласно исследованию специалистов компании McKinsey, посвященному особенностям взаимоотношений корпоративной и институциональной сред (и соответствующей специфике движения капитала) в разных экономиках мира, Россию наряду со странами континентальной Европы и другими развивающимися экономиками можно отнести к странам с доминированием «модели контроля». В отличие от «рыночной модели»

(«англо-американской»), модель контроля характеризуется концентрацией крупных пакетов акций в руках узкого круга инвесторов (отдельных лиц, кланов или государства), низкой степенью ликвидности рынков капитала и значительной долей инвестиций, привлеченных либо из «родственных» банков, либо из государственного сектора. Практика корпоративного управления здесь отражает прежде всего интересы крупнейших акционеров, права миноритариев уязвимы, а свойственный рыночной модели механизм перераспределения финансовых ресурсов через фондовый рынок ограниченно востребован. В таких условиях средневзвешенная стоимость капитала в России требует включения в себя премии за характерные региону риски.

В труде Коупленда, Коллера и Муррина «Стоимость компании: оценка и управление» детально рассматривается взаимосвязь способности компании создавать экономическую прибыль и оценки ее фондовым рынком. При прочих равных премия к номиналу акций при первичном размещении рассчитывается исходя из величины прогнозируемой экономической прибыли компании, при этом за ставку дисконтирования принимается средняя доходности на данном фондовом рынке – фактически его индекс. Таким образом, корректный расчет WACC в России, несомненно, должен сверяться с динамикой национальных фондовых индексов.

Метод аналогий правомерен также применительно к отрасли, в которой ведет бизнес компания. Отраслевая структура российской экономики довольно специфична, как с точки зрения пропорций и капиталоемкости отраслей, так и с точки зрения применяемого к ним государственного регулирования (в частности, акцизы, НДС, лицензирование и проч.). При расчете минимальной требуемой доходности следует принимать во внимание и региональный аспект деятельности компании с учетом концентрации населения, степени развития инфраструктуры, особенностей логистики, природных условий – очень разнообразных на территории России.

Наконец, стоимость кредитных ресурсов как составная часть WACC, в немалой степени формируется под воздействием ставки рефинансирования. В этом отношении Россия по-прежнему находится в ряду развивающихся стран с текущей ставкой 8% (Указание Банка России от 23.12.2011 2758-У "О размере ставки рефинансирования Банка России") и долгосрочной тенденцией ее плавного понижения (на фоне политики практически нулевых ставок в развитых экономиках). Таким образом, для России характерен дефицит долгосрочного финансирования при высоких кредитных ставках, что находит отражение в корректном расчете WACC.

## **Литература**

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов (5-е издание). М.: Альпина Бизнес Букс, 2008
2. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление, М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008
3. Рош Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному. Минск: Гревцов Паблшер, 2008
4. Кудина М.В. Теория стоимости компании. М.: Инфра-М, 2010

*Конференция «Ломоносов 2012»*

5. Газин Г. Корпоративное управление в России // «Вестник McKinsey», 1, 2003