

## 8.7. О СФЕРЕ ПРИМЕНЕНИЯ ПОКАЗАТЕЛЯ WACC КАК ИНСТРУМЕНТА ФИНАНСОВЫХ РАСЧЕТОВ

Солодов А.К., к.э.н., действительный государственный советник РФ 3-го класса, доцент кафедры «Финансовый менеджмент»

Финансовый университет при Правительстве РФ

Статья посвящена вопросам, связанным с практическим применением и расчетом показателя средневзвешенной цены капитала (WACC). Показан ряд методологических проблем, предложены варианты их решения.

### 1. ПРОБЛЕМЫ РАСЧЕТА WACC

Анализ специальной литературы позволил выделить ряд проблем влияющих на подходы к расчету WACC.

- Во-первых, это различная трактовка терминов «стоимость капитала» и «цена капитала».
- Второй ряд проблем связан с тем, что известные способы расчета WACC, как правило, ограничены рамками оценки эффективности проектов в реальные инвестиции и оценки стоимости корпораций (открытых акционерных обществ, ОАО).
- Третий ряд проблем вызван тем фактом, что различные подходы к определению стоимости компонентов WACC, в первую очередь собственного капитала, приводят к широкому разбросу расчетной величины стоимости капитала.

В результате:

- в практике реального бизнеса показатель WACC фактически не используется;
- финансовые аналитики и, составители бизнес планов, нередко подгоняют значение WACC под «приемлемый» для инвестора уровень (в Российской Федерации обычно 20-35%);
- выпускники экономических вузов не могут рассчитать WACC по широко известным формулам в случае необходимости расчета этого показателя для обществ с ограниченной ответственностью (ООО), закрытых акционерных обществ (ЗАО) и убыточных корпораций, что связано с отсутствием адекватных подходов в учебной литературе.

Также отметим, что в известных автору изданиях, предлагаемые варианты расчета WACC не учитывают некоторых современных подходов к оценке эффективности бизнеса. Например, стейкхолдерскую теорию, которая предполагает, что цели фирмы гораздо шире, чем создание прибыли или богатства для ее собственников. Роль этой модели, как это видно из публикаций [8, с. 153-190; 9, с. 5-28; 4, с. 14-23], становится все существеннее.

### 1. Исследование методологии расчета WACC

#### Исследования расчета WACC для целей корпораций

Методология расчета WACC, изложенная во множестве источников, как правило, предполагает применение известной формулы:

$$WACC = \sum (We * Ce) + (1 - T) * \sum (Wd * Cd), \quad (1)$$

где We и Wd – доля собственного и заемного капитала соответственно;

Ce и Cd – цена собственного и заемного капитала соответственно;

T – ставка налога на прибыль.

Часто расчеты выполняют в табличной форме, например как в табл. 1 [5, с. 638].

Таблица 1

#### ТИПОВОЙ ПРИМЕР РАСЧЕТА СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ ЦЕНЫ КАПИТАЛА

Источник капитала	Сумма млн. руб.	Удельный вес	Цена источника капитала %	Стоимость капитала % Гр.5 = гр.3 * гр.4
1	2	3	4	5
<b>Собственные источники</b>				
Привилегированные акции	50,0	0,1020	11,42	1,165
Обыкновенные акции	250,0	0,5102	20,93	10,678
Реинвестированная прибыль	100,0	0,2041	20,00	4,082
Заемные источники с учетом налогообложения	90,0	0,1837	9,68	1,778
<b>Всего</b>	<b>490,0</b>	<b>1,0</b>	<b>x</b>	<b>17,703</b>

В зависимости от решаемых задач состав источников капитала изменяется, формула (1) модифицируется, например, в случае учета инфляции, а для расчета цены компонентов капитала применяются соответствующие условиям задачи формулы, как правило, основанные на теориях М. Гордона, У. Шарпа, Дж. Линтнера, Ф. Блека, М. Шоулза и др.

Для того чтобы оценить качество этой методологии рассмотрим ее с двух позиций.

1. Корпорации, как организации являющейся юридическим лицом, в соответствии с законодательством.
2. Потенциальных акционеров (инвесторов), желающих купить акции корпорации на фондовом рынке.

Основанием для такого разделения является мнение авторов Слоуновского проекта «Пересмотр корпоративной формы»: «Акционеры являются собственниками ценных бумаг, но они не являются корпорацией как юридическим лицом ни в каком из имеющихся значений и не составляют единой группы, чьи интересы жизненно необходимо соблюдать для достижения ее интереса» [4, с. 59-70] со ссылкой на Post.Preston.Sauter-Sachs, 2002, p. 11.

#### Позиция 1. Корпорация как юридическое лицо

В этом случае источниками финансирования будут:

- продажа активов (чистая прибыль и амортизация),
- привлечение займов;
- продажа части бизнеса (выручка от продажи первоначальной и дополнительной эмиссии акций).

За предоставленный капитал корпорация может быть обязана, выплатить владельцам собственного капитала дивиденды. И все. Возмещение стоимости акций возможно только в особо оговоренных законодательством случаях, например при ликвидации компании.

Владельцы заемного капитала, получают проценты за кредит и комиссионные.

#### Позиция 2. Потенциальные инвесторы (игроки)

Стоимость, приобретаемого инвесторами капитала, будет складываться из рыночной цены акций корпорации, плюс затраты по сделке (транзакционные затраты), плюс проценты за кредит, если собственных ресурсов инвестору не хватило. Заметим, что от этой операции корпорация не получит притока денежных

средств, за исключением случая приобретения акций у самой корпораций. Отток денежных средств корпорации составят дивиденды.

В результате анализа позиций 1 и 2 и сопоставления информации о движении финансовых инструментов и денежных потоков с данными табл. 1 объективно возникает вопрос: На каком основании в табл. 1 включены стоимости привилегированных и обыкновенных акций? Корпорация, как юридическое лицо реализовала их и получила за них деньги. Купившие эти акции собственники, могут свободно продавать их на фондовом рынке и снова покупать. Денежные потоки от этих операций, никоим образом не затрагивают корпорацию, как юридическое лицо.

Кроме того, если руководству корпорации известны котировки ее акций на фондовой бирже, возможно известен и объем капитала корпорации, которым обменялись биржевые игроки, но корпорация не может знать, сколько каждый потенциальный инвестор-покупатель потратил сугубо собственного (индивидуального), и сколько заемного капитала?

Далее.

1. В методиках расчета **WACC**, на базе которых составлена табл. 1, известны цены компонентов собственного капитала. Они определяются путем расчета обоснованных (справедливых) цен, по которым потенциальные инвесторы могут приобрести акции корпорации. Обоснованные цены могут определяться различными методами, которые могут давать несовпадающие результаты. Это, естественно, влияет на результаты расчета **WACC**.
2. Цена заемного капитала определяется на основании цен займов, которые привлекла корпорация, как юридическое лицо. Но займы корпорации ни имеют никакого отношения к займам потенциальных инвесторов, которые он использует для покупки ее акций. Корпорация и инвестор каждый по себе является субъектом кредитных отношений.

Возникает вопрос: **WACC**, какого экономического субъекта и, для каких целей рассчитывается в табл. 1 с применением формулы (1)?

Усугубляет ситуацию следующее: инвесторов может быть много; операции купли – продажи акций распределены во времени, котировки акций при этом изменяются.

### Вывод 1

Общепринятые методы расчета **WACC** не корректны. При расчете **WACC** следует отдельно считать **WACC** для целей корпорации как юридического лица **WACC<sub>орг.</sub>** и **WACC** для целей акционеров **WACC<sub>акц.</sub>**, учитывая предпочтения инвесторов.

Подобный подход вполне соответствует концепции обеспечения приоритетов интересов собственников Г. Саймона [7]. В прикладном своем значении она часто формулируется как «максимизация рыночной стоимости предприятия». Мы же придерживаемся мнения, что максимизировать следует именно богатство, а не только стоимость. Изменение величины богатства собственника (акционера) за период можно описать формулой:

$$\Delta Vt = \sum_{t=0}^{t=n} DIVt + Ctn - Cto \quad (2)$$

где

$\Delta Vt$  – прирост богатства  $i$ -го акционера за период владения акциями;

$\sum_{t=0}^{t=n} DIVt$  – сумма дивидендов полученных акционером за период владения акцией;

$Ctn$  – рыночная стоимость акции в момент ее продажи;

$Cto$  – рыночная стоимость акции в момент ее покупки.

Данная формула описывает текущие изменения благосостояния собственника в случае продажи им акций корпорации. Назовем такого собственника – акционер-спекулянт. Но, если акционер акции не продает, то владение акцией дает ему право на возмещение ее стоимости при ликвидации компании. Назовем такого собственника акционер-владелец.

Изменение благосостояния акционера-владельца от момента покупки акций корпорации до момента получения им возмещения их стоимости при ликвидации компании можно определить по формуле:

$$\Delta Vt = \sum_{t=0}^{t=n} DIVt + Eo \pm \Delta Et \quad (3)$$

где

$Eo$  – величина доли собственного капитала компании соответствующая величине пакета акций компании в момент их покупки  $i$ -м акционером;

$\Delta Et$  – изменение величины доли собственного капитала компании приходящейся на пакет акций компании приобретенный  $i$ -м акционером за период владения им этими акциями.

Богатство самой корпорации определяется величиной ее стоимости с точки зрения потенциального покупателя.

Приведенные выше формулы содержат парадокс вытекающий из того факта, что дивиденды снижают стоимость компании, а богатство акционеров при этом будет увеличиваться [9, с. 5-28; 1, с. 3]. Это означает, что акции не могут быть надежным инструментом результативности, не показывают того богатства, которое создает компания для акционеров. Они лишь отражают ожидания акционеров о цене акций в будущем. Также, по мнению некоторых исследователей, имеет место обратная зависимость между выплатой дивидендов и ростом компании, независимо от регулируемости цен на продукцию этой компании. В условиях Российской Федерации только две переменные – рост выручки и степень участия государства в акционерном капитале – показывают корреляцию с фактом выплаты дивидендов [2, с. 53]. Поскольку благосостояние акционеров обесценивается из двух источников, то для оценки минимальных требований к его приросту, который не позволит потерять это богатство, следует рассчитывать два показателя **WACC**, а также их суммарное значение – **WACC** корпорации (**WACC<sub>корп.</sub>**):

$$WACC_{корп.} = WACC_{орг.} + WACC_{акц.} \quad (4)$$

При этом **WACC** акц. необходимо скорректировать, на величину дивидендов, во избежание двойного счета.

Значение **WACC** корп. будет показывать минимальное требование к экономической рентабельности активов компании **ROA**, который обеспечит как требования акционеров по выплате дивидендов, так и по обеспечению роста курсовой стоимости акций, а также покрытие необходимых затрат на урегулирование отношений со стейкхолдерами.

## 2. АЛГОРИТМ РАСЧЕТА WACC ДЛЯ ЦЕЛЕЙ КОРПОРАЦИИ

В качестве исходных данных мы используем информацию из табл. 1.

**Шаг 1. Расчет WACC корпорации как юридического лица (WACC орг.)**

Таблица 2

**ПРИМЕР РАСЧЕТА WACC ДЛЯ КОРПОРАЦИИ КАК ЮРИДИЧЕСКОГО ЛИЦА**

Вид расхода по привлечению и обслуживанию источника капитала	Сумма, млн. руб.	Удельный вес	Цена источника капитала %	Стоимость капитала % Гр.5 = гр.3 * гр.4
1	2	3	4	5
<b>Расходы на капитал из собственных источников</b>				
Дивиденды по привилегированным акциям	50	0,1020	11,42	1,165
Дивиденды по обыкновенным акциям	250	0,5102	20,93	10,678
Реинвестированная прибыль <sup>1</sup> (Расходы из собственных источников на урегулирование требований стейкхолдеров)	100	0,2041	20,00	4,082
Расходы на капитал за счет заемных источников	90	0,1837	9,68	1,778
<b>Всего</b>	<b>490</b>	<b>1</b>	<b>x</b>	<b>17,703</b>

**Шаг 2. Расчет WACC для потенциальных акционеров по исходным данным (WACC акц.)**

Таблица 3

**ПРИМЕР РАСЧЕТА WACC ДЛЯ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ АКЦИОНЕРОВ ПО ИСХОДНЫМ ДАННЫМ<sup>2</sup>**

Вид расхода по привлечению и обслуживанию источника капитала	Сумма
<b>1. Приобретение акций за счет собственных средств акционера</b>	
<b>Инвестиции в привилегированные акции</b>	
1.1. Оплата части стоимости пакета привилегированных акций	500,0
1.2. Транзакционные издержки по приобретению привилегированных акций	50,0
1.3. Удельный вес капитала в общем объеме привлекаемого капитала(500:4900)	0,1020
1.4. Цена источника капитала % (50,0:500,0)	0,10
1.5. Стоимость приобретенных привилегированных акций (1.3 * 1.4)	0,0102
<b>Инвестиции в обыкновенные акции</b>	
1.6. Оплата части стоимости пакета обыкновенных акций	3500
1.7. Транзакционные издержки по приобретению обыкновенных акций	500,0

<sup>1</sup> Мы не считаем правильным, определять цену источника «реинвестированная прибыль», исходя из стоимости обыкновенных акций. О цене этого источника будет сказано ниже, в табл. 4 раздела статьи посвященного расчету WACC непубличных организаций (ООО, ЗАО и т.п). В данной таблице данные по строке «Реинвестированная прибыль» мы условно заменяем расходами учитываемыми требованиями не только акционеров, но и других экономических агентов-стейкхолдеров.

<sup>2</sup> Стоимость пакета акции мы определяем исходя из предположения, что стоимость одной акции, как привилегированной, так и обыкновенной, в 10 раз превышает величину годового дивиденда выплачиваемого по этой акции.

Вид расхода по привлечению и обслуживанию источника капитала	Сумма
1.8. Удельный вес капитала в общем объеме привлекаемого капитала	0,7143
1.9. Цена источника капитала, % (500 / 3500)	0,1429
1.10. Стоимость приобретенных обыкновенных акций (1.5 * 1.6)	0,1021
<b>2. Приобретение акций из заемных источников финансирования</b>	
<b>Инвестиции в привилегированные акции</b>	
2.1. Оплата части стоимости пакета привилегированных акций	100,0
2.2. Проценты за кредит	10,0
2.3. Транзакционные издержки по приобретению привилегированных акций	1,0
2.4. Удельный вес капитала в общем объеме привлекаемого капитала (100 / 4900)	0,0204
2.5. Цена источника капитала (10 + 1 / 100)	0,11
2.6. Стоимость приобретенных привилегированных акций	0,0022
<b>Инвестиции в обыкновенные акции</b>	
2.7. Оплата части стоимости пакета обыкновенных акций	800,0
2.8. Проценты за кредит	80,0
2.9. Транзакционные издержки по приобретению обыкновенных акций	8,0
2.10. Удельный вес капитала в общем объеме привлекаемого капитала (800 / 4900)	0,1632
2.11. Цена источника капитала (80 + 8 / 800)	0,11
2.12. Стоимость приобретенных обыкновенных акций	0,018
<b>3. Средневзвешенная цена инвестиций в привилегированные и обыкновенные акции</b>	
3.1. Общая стоимость приобретаемого капитала (привилегированных и обыкновенных акций)	4900
3.2. Средневзвешенная цена приобретенного капитала (WACC) = п.1.5 + п.1.10 + п.2.6 + п.2.12 = 0.0102 + 0,1021 + 0,0022 + 0,018	0,1523 или 15,23%

**Шаг 3. Корректировка величины WACC акц.**

Корректировку осуществляем так: сумму дивидендов акционерам (табл. 2) в размере 300 млн. руб. (50 млн.руб. + 250 млн. руб.) делим на общую стоимость приобретенных акционерами акций равную 4900 млн. рублей. (табл. 3). Обозначив корректировочный показатель как **Δ WACC акц.** получаем:

$$\Delta WACC акц. = (300 \text{ млн. руб.} / 4900 \text{ млн. руб.}) * 100\% = 6,21\%$$

**Шаг 4. Расчет средневзвешенной цены капитала корпорации (WACC корп.)**

WACC корпорации будем определять по формуле:  
**WACC корпорации = WACCорг. + WACC акц. – Δ WACC акц.**

Подставив значения цифровые значения показателей получим:

$$WACC корпорации = 17,03 + 15,23 - 6,21 = 26,05\%$$

На этом расчет не заканчивается.

**Шаг 5. Прогнозная корректировка расчета средневзвешенной цены капитала для потенциальных акционеров**

Для расчета показателей табл. 3 мы использовали рыночные цены акций на момент их приобретения. Но поскольку, по мнению многих авторов, средневзвешенная цена капитала рассчитывается на определенный период, то необходимо учесть последствия дей-

ствия факторов определенных в концепции изменения стоимости денег во времени. Для этого реальная рыночная стоимость акций должна быть изменена. Изменение можно осуществить, используя обоснованные (справедливые) цены этих активов, применив для их расчета известные оценочные модели. Или применив иную логику. Например, об обратном изменении стоимости не денежного капитала по отношению к изменению стоимости денег. Иными словами снижение стоимости денег во времени приводит к определенному увеличению стоимости акций, материальных и некоторых иных активов. В целом же вопрос о достаточно приемлемом уровне прогнозировании цены капитальных активов до настоящего времени не решен. По нашему мнению наиболее продуктивен путь, основанный на результатах прогнозирования объемов продаж и качественного фундаментального анализа [6, с. 104].

### Шаг 6. Интерпретация результата

В том случае, если величина средневзвешенной цены капитала корпорации **WACC корп.** превысит величину экономической рентабельности активов корпорации **ROA** можно говорить, что богатство акционеров не будет уменьшено в результате действий менеджмента компании.

### 3. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ВЕЛИЧИНЫ WACC ДЛЯ ЦЕЛЕЙ НЕ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ (ООО, ЗАО И Т.П.)

Нам не известны источники, раскрывающие данную тему достаточно полно. Лишь на интернет-форумах находим ссылки на известные подходы, «постулирующие», что:

- практически не существует бесплатных источников финансирования;
- реинвестируемая прибыль имеет не явно выраженную, а предполагаемую или альтернативную стоимость, а значит цена данного источника капитала, равна требуемой собственниками норме доходности.

Мы лишь отчасти согласны с этим. Считаем, что применение модели альтернативной стоимости в модели расчета **WACC** искажает смысл данного показателя, как характеристики величины расходов на привлечение и использование капитала. Средневзвешенная цена капитала и средне взвешенная величина доходности капитала, обеспечивающая желаемые (требования) инвесторов-собственников суть различные финансовые характеристики. Свои дальнейшие рассуждения мы посвятим исследованию расходов формирующих капитал непубличных компаний и, прежде всего, расходам собственного капитала, тем или иным образом связанных с образованием цены этого капитала.

Таблица 4

#### КЛАССИФИКАЦИЯ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА КОМПАНИИ ПО ВЛИЯНИЮ НА ПОТЕНЦИАЛ РОСТА И СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Вид собственного капитала	Характеристика капитала	Характеристика цены капитала	Примечание
1	2	3	4
Капитал, непосредственно влияющий на рост и стоимость компании	Вклады учредителей и спонсоров. При эффективном управлении повышают стоимость компании и потенциал ее роста	Организационные расходы. Расходы, связанные с привлечением средств спонсоров. Выплаты и изъятия инвесторами (собственниками) собственного капитала в личную собственность	Цена капитала зависит от: • требований собственников относительно изъятия собственного капитала фирмы в личную собственность (дивидендная политика); • экономичности мероприятий по привлечению спонсоров
	Реинвестированный собственный капитал (в т.ч. прибыль)	Не требует расходов на привлечение. В ходе использования возможны потери капитала компании в виде уплачиваемых из прибыли налогов, штрафов, пени и неустоек	Цена капитала зависит от: • величины уплачиваемых из прибыли налогов, штрафов, пени и неустоек; • величины потерь от брака и порчи имущества (политика качества)
Капитал, косвенно влияющий на рост компании и ее стоимость	Часть собственного капитала компании направляемая на, урегулирование отношений со стейкхолдерами	Премии и бонусы в рамках агентских отношений, расходы на социально-культурные и экологические мероприятия и иные платежи, осуществляемые из балансовой прибыли	Цена капитала зависит от политики в сфере агентских отношений и определяется величиной расходов из прибыли: • на повышение квалификации персонала; • на инвестиции в социально культурные и экологические проекты; • на взаимоотношения с органами государственной власти и т.п.
Капитал, обеспечивающий финансовую устойчивость компании	Резервы и страховые фонды, формируемые за счет балансовой прибыли компании	Использование средств резервов и страховых фондов. Сохраненную часть резервов и фондов следует учесть при анализе рентабельности активов и собственного капитала компании.	Цена капитала зависит от: величина резервов и страховых фондов (политика управления предпринимательскими рисками фирмы)
	Неиспользуемая часть собственного капитала	Не требует расходов на привлечение	Цена капитала равна нулю. Наличие такого капитала свидетельствует о не эффективной работе менеджмента фирмы. Упущенную выгоду, возникающую в этом случае, следует учитывать при анализе рентабельности активов и собственного капитала

Таблица 5

РАСЧЕТ WACC ДЛЯ ЦЕЛЕЙ НЕПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ

Вид расхода по привлечению и обслуживанию источника капитала	Величина капитала, млн. руб.	Удельный вес	Плановые или фактические расходы на привлечение и обслуживание капитала, млн. руб.	Цена источника капитала % (Расходы / Величина капитала * 100%)	Стоимость капитала % Гр.5 = гр.3 * гр.4
1	2	3	4	5	6
Собственные источники:	400,0	0,8163	252,0	63,0	51,43
1. Капитал, непосредственно влияющий на рост и стоимость компании, в т.ч.	200,0	0,4082	52,0	26,0	10,62
вклады учредителей и спонсоров в т.ч. расходы:	100,0	0,2041	-	-	-
• планируемое изъятие прибыли собственниками	-	-	50,0	-	-
• реинвестированный капитал (прибыль), в т.ч. расходы:	100,0	0,2041	-	-	-
• штрафы, пени и неустойки	-	-	1,0	-	-
• потери от брака	-	-	1,0	-	-
2. Капитал, косвенно влияющий на рост компании и, ее стоимость, в т.ч. расходы и инвестиции	150,0	0,3061	150,0	100,0	30,61
• на повышение квалификации персонала	0,0	0,0	0,0	-	-
• инвестиции в социально культурные и экологические проекты	100,0	0,2041	100,0	-	-
• взаимоотношения с органами государственной власти и контрагентами	50,0	0,1020	50,0	-	-
3. Капитал, обеспечивающий финансовую устойчивость компании, в т.ч.	50,0	0,1020	50,0	100,0	10,20
• резервы и страховые фонды	50,0	0,1020	50,0	100,0	
• неиспользуемый собственный капитал	0,0	0,0			
Заемные источники	90,0	0,1837	8,71	9,68	1,778
Расходы на капитал за счет заемных источников с учетом налогообложения (эмиссия облигаций, кредиты банков, лизинг и т.п.	90,0	0,1837	8,71	9,68	1,778
Всего	490,0	1,0	-	-	53,208

При этом при расчете WACC мы будем учитывать не только требования собственников, но и интересы стейкхолдеров. Последнее обстоятельство объективно внесит коррективы в состав расходов связанных с привлечением и использованием капитала компании.

Прежде всего, констатируем тот факт, что собственный капитал неоднороден по своей структуре с точки зрения необходимости расходов на его привлечение и влияния этих расходов на потенциал роста компании и ее стоимость. С этих позиций структура собственного капитала компании представлена в табл. 4.

Приведем пример расчета WACC для целей непубличных компаний, воспользовавшись некоторыми данными из табл. 1. Расчет показывает, что для обеспечения сохранения темпов роста и стоимости компании, ее финансовой устойчивости менеджменту компании необходимо обеспечить экономическую рентабельность активов на уровне 53,208%.

По нашему мнению, предлагаемая методика позволяет более точно ориентировать финансовый менеджмент компании на достижение финансовых целей компании, чем только анализ рентабельности. Она более точно учитывает необходимость обеспечения полезных, для компании взаимоотношений компании со стейкхолдерами. Связывает управление ценой капитала с управлением предпринимательскими рисками.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В настоящей статье уточнена сфера применения и методология расчета средневзвешенной цены капитала, в частности.

1. При планировании и оценке результативности деятельности фирм предложено ориентироваться не только обеспечение роста стоимости компании, но главным образом на обеспечение роста богатства (благополучия) ее собственников. В корпорациях увеличение благополучия инвесторов- собственников может быть и при снижении ее стоимости, как юридического лица. Предложен соответствующий механизм расчета средневзвешенной цена капитала корпорации
2. Предложена методика расчета средневзвешенной цены капитала не публичных организаций.
3. Показано, что величина средневзвешенной цены капитала компании неразрывно связана с уровнем эффективности финансовой политики в сфере:
  - управления оборотными активами (стратегия финансирования, взаимоотношения с кредиторами);
  - дивидендной политикой;
  - управления предпринимательскими рисками;
  - взаимоотношений со стейкхолдерами.
4. Мы также полагаем, что тематика данной статьи может быть значительно расширена и дополнена, например обоснованием включения в расчет WACC налоговых платежей, как стейкхолдерских расходов и т.п.

## Литература

1. Алексеева Л.В. и др. Концентрация собственности и дивидендная политика: исследование российских акционерных обществ [Текст] / Л.В. Алексеева, И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина // Вестник С.-Пб. ун-та ; Сер. Менеджмент. – 2011. – Вып. 3.
2. Егорова И.Е. Дивидендная политика акционерных обществ: эмпирический анализ на примере республики Саха (Якутия) [Текст] / И.Е. Егорова // Поиск. Решения. Проблемы. – 2011. – №13.
3. Ивашковская И.В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании [Электронный ресурс] / И.В. Ивашковская // Корпоративные финансы : электронный журнал. – 2012. – №1. – С. 14-23.
4. Ивашковская И.В. Развитие стейкхолдерского подхода в методологии финансового анализа: гармоничная компания [Текст] / И.В. Ивашковская // Корпоративные финансы : электронный журнал. – 2011. – №3.
5. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. / И.Я. Лукасевич. – М. : ЭКСМО, 2007. – 768 с. (Высшее экономическое образование).
6. Рош Дж. Стоимость компании. От желаемого к действительному [Текст] / Джулиан Рош – Минск : Гривцов Паб-лишер, 2008.
7. Саймон Г. Науки об искусственном (The Sciences of the Artificial) [Текст] : пер. с англ. Э.Л. Наппельбума. – 2-е изд. – М. : Едиториал УРСС, 2004. (Науки об искусственном).
8. Agle B.R., Donaldson T., Freeman R.E., Jensen M.C., Mitchell R.K., Wood D.J. Dialogue: toward superior stakeholder theory // Business ethics quarterly. 2008. Vol. 18. p. 153-190.
9. Kowalewski O. Corporate governance and dividend policy in Poland // Working paper. 2007.
10. Post J.E., Preston L.E., Sachs S. Managing the extended enterprise: the new stakeholder view // California management review. 2002. Vol. 45. p. 5-28.

## Ключевые слова

Стоимость капитала; цена капитала; средневзвешенная цена на капитал (**WACC**); стейкхолдерская модель.

*Солодов Александр Константинович*

## РЕЦЕНЗИЯ

Статья написана на тему, актуальность которой трудно оспорить. В ней проанализированы типичные подходы расчета средневзвешенной цены капитала (**WACC**), которые применяют на практике финансовые аналитики, финансовые консультанты и оценщики. На базе логических построений убедительно доказана необходимость изменения методологии расчета **WACC**. В основе доказательной базы лежит следующее:

- мнение авторов Слоуновского проекта «Пересмотр корпоративной формы»: «Акционеры являются собственниками ценных бумаг, но они не являются корпорацией как юридическим лицом ни в каком из имеющихся значений и не составляют единой группы, чьи интересы жизненно необходимо соблюдать для достижения ее интереса»;
- понятие благосостояние (богатство) является более широким, чем понятие стоимость;
- при расчете **WACC** следует учитывать не только требования кредиторов и акционеров, но и стейкхолдеров.

В результате – представлены новые подходы к расчету **WACC** корпораций и не публичных организаций (общества с ограниченной ответственностью, закрытых акционерных обществ), классификации источников капитала (на основе их влияния на рост фирмы), учтены интересы не только собственников и кредиторов, но и стейкхолдеров.

Все это определяет актуальность, научную новизну и практическую значимость полученных результатов. Они будут полезны как практикующим финансовым менеджерам и оценщикам, так аспирантам и докторантам, специализирующихся в этой области знаний.

Считаю, что статья Солодова А.К. может быть представлена в специальных изданиях, зарегистрированных в Высшей аттестационной комиссии РФ.

*Колпакова Г.М., д.э.н., проф., проректор Московской государственной академии делового администрирования.*