



В. С. МАРТЫНОВА
Выпускник и аспирант
Финансовой академии
при Правительстве РФ.
Работает в сфере оценки
собственности с 2004 года, в
настоящее время –
в российской компании
«НЭО Центр».
E-mail: v.s.martynova@
gmail.com

В результате слияний и поглощений, как правило, происходят существенные изменения структуры капитала, поэтому задачей управления на этапе прогнозирования является корректная оценка влияния этих изменений на стоимость будущей компании. В рамках данной статьи приведены методы измерения влияния структуры капитала на стоимость компании в рамках разных подходов к оценке, наиболее детально описаны способы, применяемые в рамках доходного подхода. Приводится метод подсчета средневзвешенной стоимости капитала, на базе модели оценки долгосрочных активов (capital asset pricing model, CAPM), а также ограничения, связанные с применением данной модели. Выявляется необходимость корректировки прогнозируемой стоимости привлечения не только собственных, но и заемных средств.

Влияние структуры капитала на стоимость бизнеса при слиянии и поглощении

КЛЮЧЕВЫЕ

СЛОВА:

коэффициент бета, привлеченное финансирование, рыночная стоимость, стоимость капитала, структура капитала, технический анализ, фундаментальный анализ.

При проведении процедуры слияния и поглощения расчет рыночной стоимости компаний проводится еще на этапе планирования, прежде всего в целях определения эффективности их деятельности до и после объединения. Компания-инициатор сравнивает полученную разницу с затратами, необходимыми для проведения сделки. Здесь нужно отметить, что, судя по данным рынка, только незначительное количество сделок приобретения компаний экономически выгодны. Например, в 1995 году журнал Business Week сообщил, что из 150 отобранных для исследования примеров слияний и приобретений в 1990–1995 годах только половина принесла доход акционерам приобретающих фирм. Исследование 700 слияний и приобретений в 1996–1998 годах, проведенное компанией KPMG, показало, что более 80% сделок не привели к увеличению стоимости объединенной компании по сравнению с суммарной стоимостью исходных компаний, а 50% привели к ее снижению [7, с. 13].

Даже при очевидном положительном эффекте от объединения (например, при распространении на всю организацию льгот, относившихся ранее только к компании-цели, сокращении управленческого аппарата, снижении издержек по операциям внутри компании) компания-инициатор может не достичь запланированных целей. К числу причин принадлежат как те, что относятся к про-

гнозу деятельности единой компании, так и те, которые имеют отношение к оценке компании-цели до слияния, а также технические причины (см. таблицу). Проблемы, указанные в первых двух столбцах таблицы и влекущие за собой большую часть различных возможных ошибок, так или иначе касаются процесса оценки стоимости компаний.

Исследование влияния доли заемных средств на стоимость компаний, особенно если речь идет о компаниях капиталоемких отраслей, является актуальным, так как на протяжении трех последних лет доступность финансирования значительно варьировала и не позволяла сделать прогноз как в плане макроэкономики, так и в плане отдельных ее сегментов.

С одной стороны, в случае привлечения заемного капитала для финансирования развития компаний (наращивания активов и доходов от их использования) влияние, оказываемое на денежные потоки, финансовый результат и величину активов, будет выше, чем размер платы за привлеченные средства. Иными словами, отдача от вложений (рентабельность) должна быть выше, чем затраты на привлечение займов (процент). Кроме того, стоимость привлечения сравнивается с возникающим эффектом налогового щита. Таким образом, стоимость компании растет благодаря привлечению средств.

С другой стороны, привлечение заемного капитала ведет к большей вероятности ухудшения финансовой устойчивости организации, что, в свою очередь, повышает риски, связанные с вложениями и, как следствие, затраты на привлечение средств. Рост этих затрат ведет к снижению стоимости компании.

При прогнозировании можно рассчитать степень влияния доли заемного капитала на собственный капитал в рамках построения потоков, при расчете прибыли, ставки дисконтирования по методу средневзвешенной стоимости капитала (weighted average cost of capital, WACC) и опосредованно при расчете ставки дисконтирования на собственный капитал. В первом случае называется фактическая плата за привлечение заемных средств и их доля в составе статей пассива баланса, определение этих показателей является первоначальным для взвешивания рыночной стоимости капитала [3, с. 231], во втором – потенциальные риски, связанные со структурой капитала. При определении воздействия заемного капитала в рамках ставки WACC или денежного потока на собственный капитал наибольшее влияние оказывает непосредственно фактическая стоимость привлечения. В свою очередь, структура капитала может повлиять на стоимость компании. Эти факторы учитываются при применении *доходного подхода* (методов дисконтированных денежных потоков и капитализации прибыли) для оценки бизнеса. Доходный подход наиболее полно отражает особенности отдельно взятой компании, поэтому влияние структуры капитала на стоимость целесообразно исследовать прежде всего в рамках метода дисконтированных денежных потоков.

Необходимо отметить, что в оценке бизнеса влияние структуры капитала учитывается и при использовании *затратного подхода* (метода чистых активов): обязательства переоцениваются и вычитаются из суммы активов, а также в рамках *сравнительного подхода* (метода рынка капитала). Доля заемного капитала учитывается в составе тех показателей деятельности компании, к которым применяются мультипликаторы, а также при корректировке самих мультипликаторов (например, при наличии льгот у одной из компаний-аналогов). При применении мультипликатора «Цена/Выручка» рыночная стоимость заемных средств вычитается из результата, полученного для всего инвестированного капитала.

Наиболее распространенными формами привлечения заемного капитала являются:

- кредиты банков;
- займы нефинансовых организаций;
- эмиссионные и неэмиссионные долговые ценные бумаги;
- финансовый лизинг.

На территории РФ наиболее распространенными являются кредиты и займы, стоимость их привлечения – уплачиваемый процент (плюс комис-

сии банка в случае получения кредита). Размер платы за привлечение средств зависит как от ситуации в отрасли и экономике в целом, так и от индивидуальных особенностей заемщика. В то же время долговые ценные бумаги, обращающиеся на открытом рынке, в большей степени отражают поведение рынка, формирующего стоимость при-

Причины возникновения возможных ошибок при проведении слияний и поглощений

Проблема прогнозирования	Проблема оценки стоимости компании-цели	Техническая проблема
Переоценка результатов синергизма расходов и доходов	Переоценка перспектив роста приобретаемой компании (рынка)	Неспособность эффективно интегрировать приобретаемую компанию после успешного слияния
–	Неспособность адекватно определить операционные и финансовые риски, связанные с компанией-целью	–

влечения заемных средств: она может определяться как разность стоимости продажи или размещения бумаги и ее номинальной стоимости.

Риски, присущие вложениям в собственный капитал, учитываются при помощи ставки дисконтирования для собственного капитала, определяемой формулой модели оценки долгосрочных активов (capital asset pricing model, CAPM) или способом кумулятивного построения. Рассчитываемую ставку дисконтирования по модели CAPM находят по формуле

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f),$$

где R_e – требуемая норма доходности на собственный капитал (затраты на привлечение собственного капитала) (rate estimated); R_f – доходность безрисковых активов (rate free); β – коэффициент бета (измеритель риска вложений); R_m – среднерыночная норма прибыли (rate market). Особенности расчета коэффициента бета в рамках CAPM [7, с. 101] показывают, что при прочих равных условиях риски вложений в необремененные компании всегда ниже, чем риски вложений в компании, в структуре финансирования которых есть заемные источники.

Расчет коэффициента бета с учетом соотношения долга и собственного капитала оцениваемой компании (relevered beta) осуществляется по формуле

$$\beta_{rl} = \beta_u [1 + (1 - T) D/E],$$

где β_{rl} и β_u – коэффициенты бета с учетом (relevered beta) и без учета (unlevered beta) долговой нагрузки оцениваемой компании; T – предельная ставка налога на прибыль; D – рыночная стоимость заемного капитала; E – рыночная стоимость собственного капитала для оцениваемой компании. При использовании данной формулы учитывается соотношение заемных и собственных средств, уменьшенное на величину платы за привлеченные средства в формуле отсутствует, а для учета рисковости бумаги в зависимости от фактической способности компании погасить

задолженность вовремя вводятся следующие предположения:

- при расчете коэффициента бета волатильность курса акций компаний-аналогов определена инвесторами, обладающими информацией о размере долга компаний и их финансовой устойчивости;
- волатильность курса акций оцениваемой компании должна определяться тем же соотношением, что и в среднем по аналогам.

Введение первого допущения может привести к неточности расчетов в связи с особенностями поведения игроков на фондовых рынках. Здесь нужно принять во внимание то, что для принятия решений о покупке или продаже акций используется как фундаментальный, так и технический анализ.

Фундаментальный анализ применяется инвесторами для оценки стоимости компании (или ее акций), которая отражает состояние дел в компании, рентабельность ее деятельности. При этом анализу подвергаются финансовые показатели компании: выручка, EBITDA (Earnings Before Interests Tax, Depreciation and Amortization), чистая прибыль, чистая стоимость компании, обязательства, денежный поток, величина выплачиваемых дивидендов и производственные показатели компании. Задачей фундаментального анализа является определение «истинной» цены исследуемых бумаг. Сравнивая полученную оценку с текущим состоянием рынка, делают вывод о переоцененности либо недооцененности бумаг.

Технический анализ – прогнозирование изменений цен в будущем на основе анализа изменений цен в прошлом. В его основе лежит анализ временных рядов цен. Помимо ценовых рядов, в техническом анализе используются информация об объемах торгов и другие статистические данные. Задачей технического анализа является исследование текущего состояния рынка, то есть определение главенствующей тенденции, и ключевых ценовых уровней [4, с. 113].

К наиболее распространенным индикаторам, используемым для определения тенденций и поведения цен в ближайшем будущем, относятся:

- японские свечи – вид графика, применяемый главным образом для отображения изменений биржевых котировок акций, цен на сырье и т.д. Свеча состоит из черного либо белого тела и верхней/нижней тени (иногда ее называют фитилем). Верхняя и нижняя границы тени отображают максимум и минимум цены за соответствующий период, границы тела – цену открытия и закрытия. Трейдеры отмечают те или иные сигналы, состоящие из двух, трех и более свечей, и на их основании делают выводы о существующем тренде или его возможном изменении и принимают решения о покупке или продаже бумаг;
- скользящее среднее – инструмент сглаживания временных рядов, применяется для выделе-

ния тренда из массы менее существенных колебаний;

- схождение/расхождение скользящих средних (MovingAverageConvergence/Divergence, MACD) – отображение двух или более (в основном двух) скользящих средних (берется экспоненциальная скользящая средняя с меньшим периодом, из нее вычитается экспоненциальная средняя с большим периодом). В большинстве случаев полученный результат сглаживают при помощи экспоненциальной скользящей средней (Exponential Moving Average, EMA), чтобы устранить случайные колебания. Обычно сигналом «Покупать» считают ситуацию, когда скользящая с меньшим периодом в зоне низких цен пересекает снизу вверх скользящую с большим периодом. Сигналом «Продать» принято считать пересечение скользящей с меньшим периодом в верхней ценовой зоне сверху вниз со скользящей с большим периодом;

- методы определения наличия/отсутствия и направления тренда на основе стохастического анализа, например стохастический индикатор, который показывает положение текущей цены относительно диапазона цен за определенный период в прошлом.

Ни один из указанных индикаторов не учитывает индивидуальных особенностей компаний. Данные для расчета коэффициента бета аккумулируются по результатам торгов на фондовых рынках, следовательно, частично изменения происходят под влиянием колебаний в отрасли в целом и не отражают положения дел в компании в целом и соотношения собственного и заемного капитала в частности. Насколько существенна эта часть или, другими словами, какая доля инвесторов ориентируется на технический анализ рынков, точно сказать невозможно, однако фондовый рынок РФ относится к наиболее спекулятивным.

В целом правомерность применения коэффициента бета была подвергнута критике Ю. Фама и К. Френчем в 1980-х годах на основе эмпирически полученных данных об отсутствии пропорциональной зависимости доходности от величины коэффициента бета [3, с. 255]. Также была выявлена обратная пропорциональная зависимость доходности акций и размера компании, выраженного через капитализацию ее акций.

Позже экономисты Б. Розенберг, К. Рейд и Р. Ланстайн [3, с. 254] выяснили, что средняя доходность прямо пропорциональна коэффициенту: $K = E_b/E_p$, где E_b – балансовая стоимость собственного капитала; E_p – рыночная стоимость собственного капитала.

Техническая сложность расчета коэффициента бета связана с возможными существенными отклонениями структуры капитала отдельной компании-аналога от нормативных для отрасли в заданный период времени. В то же время компании, выбираемые для расчета среднеотраслевых показателей, могут быть крайне неоднородными

и не подходящими для расчета уровня риска, характерного для оцениваемой организации.

В сообществе финансистов, специализирующихся на оценке компаний, проводится исследование альтернативных методов подсчета справедливой доходности. При расчете суммы рисков при помощи кумулятивного метода к безрисковой ставке процента по вложениям и рискам, присущим отрасли, добавляются следующие слагаемые, связанные непосредственно с деятельностью компании:

- зависимость от государственного регулирования тарифов на продукцию предприятия;
- колебания цен на сырье и материалы;
- риск, связанный с ключевой фигурой в управлении;
- компетентность руководства;
- зависимость от ключевых покупателей;
- зависимость от ключевых поставщиков;
- перспективы развития отрасли и предприятия;
- местоположение предприятия и инфраструктура;
- текучесть и квалификация персонала;
- доступность капитала.

В частности, последний пункт прямо рассчитывается в зависимости от доли заемных средств на балансе. При этом, как правило, учитывается то, что в связи с финансовым кризисом и массовым снижением объемов кредитования значительно затрудняется доступ к капиталу, особенно для компаний, имеющих неблагоприятные показатели ликвидности и финансовой устойчивости.

К показателям, наиболее информативным с точки зрения потенциальных заемщиков, относятся:

- коэффициент покрытия процентных выплат (прибыль до вычета процентов по привлеченным займам и налогам/проценты);
- денежный поток, доступный для обслуживания долга (Cash Flow Available for Debt Service, CFADS), рассчитывается как сумма денежного потока от операционной деятельности (operating cash flow, OCF), денежного потока от инвестиционной деятельности (investing cash flow, ICF), долгового финансирования и взносов в уставный капитал. Если в OCF были включены выплата

или получение процентов, формула должна быть скорректирована следующим образом:

$OCF + ICF + \text{долговое финансирование} + \text{взносы в уставный капитал} + \text{проценты уплаченные} - \text{проценты полученные};$

- расходы по обслуживанию долга (Debt Service), которые рассчитываются как выплаты по погашению основной суммы долга + процентные платежи;
- резервный счет (резервные счета) (Debt Service Reserve Account, DSRA), который рассчитывается как произведение прогнозных резервируемых затрат за период и количества периодов, в течение которых производится резервирование;
- коэффициент покрытия выплат по обслуживанию долга денежными потоками, доступными для обслуживания долга (Debt Service Coverage Ratio, DSCR);
- коэффициент покрытия долга денежными потоками, доступными для обслуживания долга, в период до погашения долга (Loan life coverage ratio, LLCR);
- коэффициент текущей ликвидности;
- коэффициент быстрой ликвидности (Acid test) [6].

Негативные результаты по какому-либо из указанных коэффициентов приводят к росту риска кредитования для займодателя и, как следствие, к росту риска, связанного с доступностью привлечения финансов в рамках метода кумулятивного построения [5, с. 33].

Таким образом, при проведении оценки с помощью доходного подхода при определении ставки дисконтирования предлагается пересмотреть риск, связанный с доступностью капитала, и возможную ставку привлечения заемного капитала при существенных изменениях структуры пассивов. В частности, если компания планирует рефинансирование долгов, наряду с изменениями структуры капитала необходимо откорректировать стоимость привлечения заемных средств с учетом приведенных выше критериев. При слиянии и поглощении существенные изменения структуры капитала могут быть связаны в первую очередь с формой финансирования самой сделки присоединения.

Список
литературы

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. 2-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2004. 977 с.
2. ЗАО «Новое качество»: Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.elitehome.ru>.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний. 3-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2008. 554 с.
4. Найман Э. Л. Трейдер-Инвестор. Киев: ВИРА-Р, 2000. 640 с.
5. Павловец В. Какая кредитная нагрузка будет оптимальна для компании // Финансовый директор. 2010. №7-8(96). Июль-август. С. 29-35.
6. Рекомендации по подготовке финансовой модели // Внешэкономбанк: Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.veb.ru/common/upload/files/veb/invest/rec1.pdf>.
7. Феррис К., Пети Б. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении. М.: Вильямс, 2005. 255 с.