

На правах рукописи

Мартынова Виктория Сергеевна

ЗАЕМНЫЙ КАПИТАЛ КАК ФАКТОР ФОРМИРОВАНИЯ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва
2013

Работа выполнена на кафедре «Оценка и управление собственностью»
ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Научный руководитель	кандидат экономических наук, доцент, Тазихина Татьяна Викторовна
Официальные оппоненты	Якупова Наиля Маликовна доктор экономических наук, профессор, ФГАОУ ВПО «Казанский (Приволжский) федеральный университет», заведующая кафедрой антикризисного управления и оценочной деятельности Косорукова Ирина Вячеславовна кандидат экономических наук, доцент, НОУ ВПО «Московский финансово- промышленный университет «Синергия», заведующая кафедрой оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения
Ведущая организация	ФГБОУ ВПО «Оренбургский государственный университет»

Защита состоится «19» декабря 2013 г. в 10-00 часов на заседании диссертационного совета Д 505.001.02 на базе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, ауд. 406, Москва, 125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, комн. 203, Москва, 125993.

Автореферат разослан «18» ноября 2013 г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации «18» ноября 2013 г. размещены на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru>.

Ученый секретарь
диссертационного совета Д 505.001.02,
кандидат экономических наук

Е. И. Мешкова

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования определяется тенденцией растущих требований к заемщикам¹ и, как следствие, растущими затратами компаний на привлечение заемного финансирования в современных условиях и, следовательно, большим влиянием этого фактора на рыночную стоимость бизнеса. В первую очередь влиянию вышеуказанных изменений подвержены компании, требующие существенных капиталовложений и относящиеся к капиталоемким отраслям экономики².

В частности, данная тенденция подтверждается динамикой изменений средневзвешенной процентной ставки по долгосрочным кредитам, предоставленным нефинансовым организациям коммерческими банками РФ с июня 2009 по май 2013 в соответствии с данными статистики Банка России. Данная статистика показывает, что за рассмотренный период ставки в среднем росли.

Рассмотрение понятия «квализаемный капитал», т.е. такой формы привлечения заемных средств, которая характеризуется неполным соответствием условиям возвратности, срочности и платности, а также предоставления в денежной форме в полном объеме (данная форма заемных средств также не соответствуют требованиям к долевым участию в собственном капитале), его свойств и влияния на стоимость компании в рамках настоящего исследования актуально, так как распространенная холдинговая структура организации юридических лиц, имеющих отношение к одному и тому же денежному потоку либо бенефициару, приводит к осуществлению финансирования в формах,

¹ Debt Market Quarterly Update (Q1, 2012), KPMG

² В состав наиболее капиталоемких отраслей по данным сборника Morningstar (сборник статистических данных о компаниях в разрезе отраслей, в частности о размере, коэффициенте бета, финансовых показателях, издаваемый в США) от марта 2011 года (в качестве базового показателя для отрасли выступала величина капитализации медицинской компании) входят: Нефтепереработка, Строительство, Производство вычислительной техники, Автомобилестроение, Авиастроение (гражданское), Железнодорожные перевозки, Телевидение, Электроэнергетика, Строительные материалы, Сети оптовой продажи, Фармацевтика, Медицинские услуги, Информационные агентства. Сборник Morningstar был выбран в связи с покрытием наибольшего количества отраслей по сравнению с другими источниками (аналитические материалы компаний BDO, Deloitte).

наиболее удобных для менеджмента холдинга, но не всегда обладающих всеми свойствами долговых обязательств.

Для целей более точного определения потенциального влияния структуры и стоимости заемного капитала на стоимость компании представляется целесообразной разработка методической основы оценки стоимости компании с учетом элементов заемного капитала.

Немаловажным фактором, определяющим актуальность исследования, является отсутствие адаптированных к российским условиям методов прогнозирования затрат на привлечение квазизаемного капитала для целей оценки и определения стоимости бизнеса в зависимости от его свойств.

Нерешенность вышеперечисленных проблем определила тему диссертационного исследования.

Степень научной разработанности темы. Зарубежные ученые Брейли Р., Коупленд Т., Бригхем Ю., Дамодаран А., Дейвз П., Миллер М., Модильяни Ф., Эрхардт М., Фама Ю., Френч К., отечественные специалисты Федотова М.А., Валдайцев С.В., Якупова Н.М., Ивашковская И.В., Тазихина Т.В., Косорукова И.В. и др. исследовали общие аспекты оценки стоимости бизнеса.

Оценка стоимости непосредственно элементов заемного капитала (долговых инструментов) рассматривалась в составе работ Грэма Б., Додда Д., Коттла С., Мюррея Р., Блока Ф., Шарпа У., Блэка Ф., Мертона Р., Лонгстаффа Ф., а также Фельдмана А.Б., Рудыка В.Г., практических статьях Павловца В.В.

Розенберг Б., Рейд К., Котари С., Шанкен Д., Слоун Р., Феррис К., Пети Б., Хейс Г. занимались исследованиями вопроса влияния структуры капитала на стоимость компании с учетом фактора вероятности банкротства и растущей величины затрат на заемный капитал.

В рамках исследования научной разработанности темы диссертации был проведен анализ методик международных рейтинговых агентств (Standard and Poor's, Moody's и Fitch) по определению уровня платежеспособности компаний.

Необходимо также отметить, что российские источники, подробно рассматривающие особенности квазизаемного капитала, отсутствуют, таким

образом, требуется уточнение данного понятия и анализ его влияния на стоимость компании.

Проведенный анализ литературы показал отсутствие применимых на практике теоретических концепций, которые позволили бы построить модели, отражающие влияние риска банкротства и различных аспектов политики финансирования компании, на стоимость организации.

Цель диссертационного исследования – решение научной задачи анализа формирования стоимости компании в зависимости от характеристик заемного капитала и, на этой основе, разработка алгоритмов управления затратами на привлечение заемного капитала для увеличения стоимости бизнеса.

Для достижения указанной цели был поставлен и решен комплекс взаимосвязанных теоретических и практических **задач**, основными из которых явились:

- уточнить определение экономической категории «заемный капитал»³, выявить особенности понятия «квазизаемный капитал»;
- проанализировать на базе статистических данных⁴ зависимость рыночной стоимости компании от изменений структуры и свойств заемного капитала;
- проанализировать возможности совершенствования существующих алгоритмов прогнозирования затрат на привлечение заемного капитала в зависимости от структуры капитала и других особенностей компании;
- адаптировать методики международных рейтинговых агентств применительно к условиям российской практики;
- разработать методику оценки элементов квазизаемного капитала и их влияния на стоимость бизнеса компаний.

Объект исследования – компании капиталоемких отраслей с существенными долями внеоборотных активов и долгосрочных обязательств в

³ Термин «заемный капитал» отвечает определению специфических экономических категорий согласно материалу Большой советской энциклопедии, так как является теоретическим (абстрактным) выражением реально существующих производственных отношений и относится только к определенному способу производства (так же, как капитал, прибавочная стоимость, основные фонды)

⁴ Статистические данные, публикуемые Economist Intelligence Unit

структуре баланса, в частности, компании строительной отрасли⁵, отличающиеся потребностью в долгосрочном финансировании.

Предмет исследования – особенности формирования и оценки стоимости компании в зависимости от изменений структуры и состава заемного капитала.

Методология исследования базируется на использовании общенаучных инструментов исследования, позволяющих решить поставленные задачи: системный подход, а также теоретико-методологические положения к формированию системы. Методология исследования основана на применении синтеза теоретического и практического материалов, индуктивного и дедуктивного метода.

Теоретической основой исследования выступили работы отечественных и зарубежных экономистов по исследуемой проблеме, работы по микроэкономике, нормативно-правовые акты. Для решения поставленных в работе задач использованы такие общенаучные методы, как анализ, синтез, измерение, сравнение, статистическая обработки информации, экспертные оценки.

Информационную базу исследования составили законодательные и нормативные акты, статистические материалы, финансовая отчетность компаний и обзоры аналитических агентств, размещенные на Интернет-сайтах, база данных Bloomberg и Capital IQ.

Научная новизна исследования состоит в определении степени влияния изменений структуры и свойств заемного капитала на рыночную стоимость компании и разработке на этой основе методики определения стоимости. Новыми являются следующие положения, выносимые на защиту:

1. Уточнено и расширено содержание категории заемного капитала путем выделения категории «квазизаемный капитал»; выделены особенности данной формы привлечения финансирования: неполное соответствие одному из требований, предъявляемым к элементам заемного капитала (возвратности,

⁵ Отрасль определена в соответствии с классификацией сборника Morningstar от марта 2011 года, В состав строительной отрасли входят компании, занимающиеся генеральным подрядом и оперативным управлением в строительстве

срочности или платности) при отсутствии прав на управление деятельностью компании.

2. На основе проведенного статистического анализа взаимосвязи изменений темпов прироста величины долгосрочного заемного капитала и собственного капитала компаний ряда стран Европы и Северной Америки (всего 17 стран) была определена направленность влияния доли заемного капитала на рыночную стоимость бизнеса. Наличие отрицательной корреляции, т.е. обратно пропорциональной зависимости, было установлено только в 2 случаях. Таким образом, можно сделать вывод о наличии существенной положительной зависимости между величиной долгосрочного заемного капитала и собственного капитала компаний. Результаты данного исследования позволили опираться в дальнейших исследованиях на теории, утверждающие рост стоимости компании при росте доли заемного капитала.

3. По результатам проведенного анализа существующих методик определения ставки процента за использование заемных средств предложена методика прогнозирования затрат на привлечение заемного капитала в зависимости от структуры капитала. Сформирован алгоритм взвешивания влияния основных групп параметров, используемых рейтинговыми агентствами, в соответствии с особенностями отрасли и спецификой условий экономики РФ.

4. Разработана поправка к стоимости элементов заемного капитала, учитывающая неопределенность предполагаемых денежных потоков от элементов квазизаемного капитала, для целей оценки бизнеса.

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в развитии представлений о структуре и свойствах заемного капитала, а также в расширении и уточнении понятийного аппарата.

Практическая значимость работы заключается в том, что полученная в результате исследования методика оценки и прогнозирования затрат на привлечение заемного капитала ориентирована на предприятия капиталоемких отраслей экономики для целей формирования источников финансирования, а также на организации, занимающиеся оценочной деятельностью, для более точного определения рыночной стоимости бизнеса. Материалы

диссертационного исследования могут быть использованы в преподавании учебной дисциплины «Оценка предприятия (бизнеса)» и при проведении специализированных учебных курсов, раскрывающих особенности формирования долгосрочного капитала компаний.

В частности, практическое значение имеют следующие результаты исследования:

1. Адаптированные традиционные методы определения стоимости бизнеса, могут быть использованы при создании стандартов, методических рекомендаций по определению стоимости элементов заемного капитала, а также при оценке бизнеса в целом саморегулируемыми оценочными организациями.

2. Инструментарий и его научно-теоретическое обоснование применительно к элементам квазизаемного капитала позволяют систематизировать используемые методы, что будет способствовать как проведению оценки, так и экспертизе отчетов об оценке бизнеса.

3. Методика, учитывающая вероятностный характер денежных потоков, генерируемых элементами квазизаемного капитала, может быть применена руководством компаний нефинансового сектора для целей прогнозирования финансового состояния, а также принятия управленческих решений.

Апробация работы. Основные результаты исследования докладывались и обсуждались на круглом столе «Перспективы развития оценочной деятельности» (Москва, Финансовый университет, 2011 г.), а также на международной научно-практической (он-лайн) конференции «Ценообразование на рынке недвижимости» (Республика Беларусь, Минск, ГИУСТ Белорусский государственный университет, 2011 г.).

Диссертационная работа выполнена в соответствии с научно-исследовательскими работами Финансового университета в рамках комплексной темы 2013 г. «Инновационное развитие России: социально-экономическая стратегия и финансовая политика» по межкафедральной подтеме «Повышение эффективности инновационного развития России в условиях модернизации экономики».

Предлагаемые практические рекомендации по определению стоимости компании нашли применение в деятельности ООО «НЭО Центр». В частности, по материалам исследования внедрена модель расчета рыночной стоимости элементов квазизаемного капитала как части заемного капитала. Используется описанная в исследовании методика определения затрат на привлечение заемного капитала в зависимости от состояния оцениваемой компании и ее положения на рынке. Внедрение основных положений диссертации позволяют полноценно рассчитать стоимость компании методом чистых активов и итоговую рыночную стоимость бизнеса.

Результаты исследования были применены в деятельности ЗАО «КПМГ». Выводы исследования позволяют корректно определить ставку дисконтирования WACC для применения к денежным потокам от операционной и инвестиционной деятельности при существенных колебаниях структуры капитала.

Внедрение результатов исследования подтверждено соответствующими документами.

Публикации. Результаты исследования отражены в 5 публикациях общим объемом 2,0 (весь объем авторский), в том числе в трех статьях авторским объемом 1,4 п.л. в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России и в главе монографии.

Структура и объем работы обусловлены целью, задачами и логикой проведенного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы из 105 источников и 5 приложений. Основной текст диссертации изложен на 110 страницах, содержит 19 таблиц и 13 рисунков.

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В диссертации в соответствии с поставленными целью и задачами определены следующие группы проблем.

Первая группа связана с определением экономической категории «заемный капитал», определение уточнено, выделена категория «квазизаемный капитал».

В диссертации проведен анализ структуры капитала компаний капиталоемких отраслей, показавший наличие существенной доли квазизаемного капитала. По данным Федеральной службы государственной статистики и Банка России, на конец 2011 года задолженность организаций по полученным кредитам банков и предоставленным займам составила 23 064 млрд. руб., в то время как объем кредитов, выданных кредитно-финансовыми институтами на аналогичную дату, зафиксирован на уровне 16 902⁶ млрд. руб., задолженность по облигациям в обращении составила 4 650 млрд. руб., задолженность по лизинговым платежам не превышает 300 млрд. руб. Таким образом, оставшиеся 2 500 млрд. руб. составляет задолженность по займам, предоставленным одними нефинансовыми организациями другим, в составе которой содержится, в том числе, задолженность по займам, предоставленным акционерами, аффилированными компаниями, а также по выданным векселям.

В связи с усложнением структуры заемного капитала возникает необходимость уточнения его понятия. Проведенный в диссертации анализ позволяет заключить, что учтены не все особенности этой экономической категории, в частности, в зарубежной литературе^{7 8} займы акционеров предлагается считать элементом собственного капитала, в российских источниках в состав заемного капитала относят все статьи долгосрочной задолженности и т.д.

Заемный капитал может привлекаться нефинансовой организацией на долгосрочной и краткосрочной основах для целей финансирования текущей операционной или инвестиционной деятельности.

В рамках настоящего исследования категория «долгосрочный (инвестиционный) заемный капитал» понимается как вид финансового капитала, полученного в виде долгосрочного долгового обязательства, которое имеет

⁶ Источник: Бюллетень банковской статистики №3(226), стр. 191

⁷ Hayes G. A Practical Guide to Business Valuations for SMEs. Australia.: CCH Australia limited, 2009, стр. 83

⁸ Laurent S. Capital structure decision: The use of preference share and convertible debt in the UK // Centre for global finance Working paper series. – 2000. Vol. 2 – p. 13

конечный срок использования, подлежит возврату и оплачивается в соответствии с заранее оговоренными условиями.

Понятие «квализаемный капитал», либо «квазиобязательства», либо «квализдолг» не определено в рамках Гражданского кодекса РФ, как и в рамках каких-либо других нормативно-правовых актов. Таким образом, правовой анализ термина не проводился и в рамках настоящей работы данное понятие используется как экономическая категория.

Зарубежные авторы при отсутствии описания категории «квализаемного капитала» определяют «квализобственный капитал» как инвестиции, обладающие свойствами собственного капитала, однако не дающие прав на управление компанией (например, роялти, гранты), понятие также включает в себя необеспеченные займы от аффилированных компаний⁹.

В рамках настоящего исследования квализаемный капитал определяется как форма привлечения заемных средств, характеризующаяся неполным соответствием условиям возвратности, срочности и платности, а также предоставления в денежной форме в полном объеме, в частности:

- не предполагающих оплаты их использования (такие, как займы, предоставленные аффилированными организациями);
- возвращаемых в виде, отличном от денежной формы.

Необходимо отметить, что эти формы также не соответствуют требованиям к долевым участию в собственном капитале.

Такое определение обосновывает дальнейшее рассмотрение методик расчета стоимости в зависимости от правовых особенностей и наиболее вероятных потоков от элементов квализаемного капитала.

Вторая группа проблем связана с выявлением направленности влияния структуры заемного капитала на стоимость компании.

Анализ научной разработанности проблемы позволил заключить, что определение новых теоретически обоснованных критериев и процедур

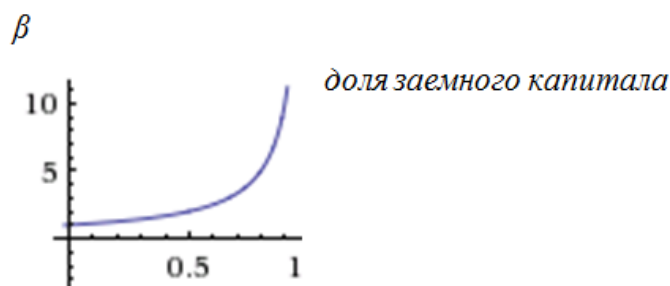
⁹ Financing Civil Society: A practitioner's view of the UK Social Investment Market, Venturesome: 2008

выявления рыночной стоимости бизнеса с учетом особенностей структуры и свойств капитала должна базироваться на модели ценообразования активов.

В настоящее время при определении рыночной стоимости бизнеса учитывается то влияние, которое привлечение заемного капитала оказывает на стоимость компании в целом.¹⁰

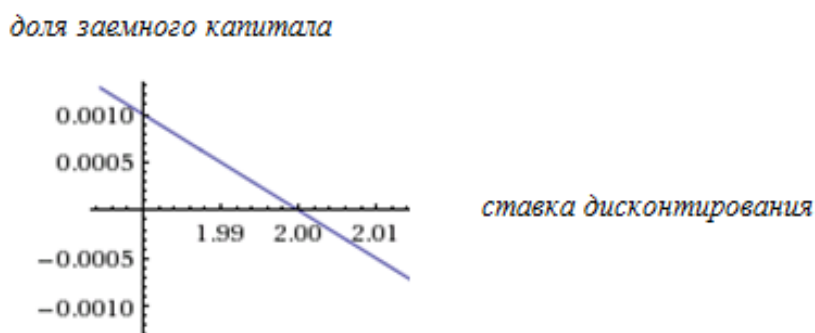
Для целей определения этого влияния на стоимость компании (т.е. всего инвестируемого капитала) используется формула средневзвешенных затрат на капитал по модели WACC (Weighted Average Cost of Capital)

В рамках данной работы проведен математический анализ формулы, в результате которого было выявлено, что доля заемного капитала повышает стоимость в составе линейной части функции и снижает в составе функции гиперболической.



Источник: анализ Автора

Рисунок 1. График гиперболической функции



Источник: анализ Автора

Рисунок 2. График линейной функции

¹⁰ Формула средневзвешенных затрат на капитал по модели WACC (Weighted Average Cost of Capital) рассматривается во многих работах по теме оценки стоимости компании, например «Стоимость компании» Коупленда, Коллера и Муррина.

Линейная функция имеет отрицательный уклон, таким образом, при росте доли заемного капитала до некоторого значения суммарная ставка дисконтирования будет падать, однако с учетом обеих составляющих формулы WACC тенденция изменений ставки дисконтирования определяется соотношением процентных ставок (затрат на привлечение) собственного и заемного капитала.

Исходя из соображений формальной логики, можно сделать вывод о том, что риски, присущие вложениям в собственный капитал необремененных компаний не всегда ниже, чем риски вложений в компании, имеющие в структуре финансирования заемные источники, стоимость бизнеса зависит от доли заемных средств линейно, а зависимость является прямой или обратной если плата (процент) за кредит или заем выше или ниже рыночной премии за риск, характерный для данной отрасли.

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 ключевой фигуры 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 в составе пассивной части баланса компании. При этом, как правило, учитывается, что в связи с финансовым кризисом и массовым

снижением кредитования, возникают значительные затруднения в доступе к капиталу для компаний, имеющих неблагоприятные показатели ликвидности и финансовой устойчивости.

С целью выявления взаимосвязи между темпами прироста долгосрочного долга и величины собственного капитала компаний нефинансового сектора был проведен статистический анализ за 2004-2011 годы по ряду стран на базе данных журнала «The Economist» (преимущественно речь идет о развитых странах Европы и Северной Америки).

Таблица 1. Распределение зависимости структуры капитала по странам

№	Страна	Корреляция темпов прироста долга и стоимости собственного капитала
1	Ирландия	82,8%
2	Испания	81,9%
3	Великобритания	79,5%
4	Австрия	78,0%
5	Норвегия	77,5%
6	Болгария	76,9%
7	Голландия	73,8%
8	Канада	63,5%
9	Германия	58,9%
10	США	51,4%
11	Дания	49,4%
12	Греция	49,2%
13	Чехия	38,9%
14	Португалия	37,3%
15	Венгрия	0,2%
16	Словакия	-5,4%
17	Франция	-44,2%
	Медиана	58,9%
	Средняя	50,5%

Источник: Economist Intelligence Unit, анализ Автора

Необходимо отметить, что расчет изменений заемного капитала производился в соответствии с данными по показателю «долгосрочные займы и кредиты» (long-term debt), собственного – в соответствии с динамикой «собственных источников» (equities). Несмотря на то, что данные показатели относятся к показателям финансовой отчетности, провести по ним анализ представляется возможным, так стандарты отчетности, принятые в исследованных странах, включают в себя МСФО и GAAP, предполагающие ежегодную переоценку по рыночной стоимости.

Из 17 стран, вошедших в данный анализ, наличие отрицательной корреляции, т.е. обратно пропорциональной зависимости, наблюдается только в двух случаях, при этом в Словении зависимость темпов прироста собственного капитала от темпов прироста заемного капитала в целом незначительна, а во Франции отрицательные величины обусловлены существенным приростом стоимости собственного капитала без роста заимствований в докризисный период и невыраженной тенденцией в дальнейшем. Таким образом, можно сделать утверждение о наличии положительной зависимости между величиной долгосрочного заемного капитала и собственного капитала.

Третья группа проблем связана с отсутствием адаптированной к российской практике методики, позволяющей прогнозировать изменения затрат на привлечение заемного капитала.

В рамках настоящей работы рассмотрен ряд отечественных и зарубежных методов определения затрат на привлекаемое заемное финансирование:

А) базирующихся на количественном анализе:

- модифицированная модель Блэка-Шоулза, модель Мертона;
- расчет в соответствии с моделью CAPM с применением коэффициента бета для долга;

Б) базирующихся на качественном анализе:

- определение на основе пороговых значений коэффициентов, связанных с обслуживанием кредитов и займов;
- расчет при помощи методики оценки платежеспособности, разрабатываемой рейтинговыми компаниями и включающей в себя анализ различных факторов финансового состояния компании, ее положения в отрасли и т.д.

Применение методов количественного анализа в практике оценки российских компаний осложняется в связи с низкими оборотами торговли долговыми корпоративными ценными бумагами (недостаточными для невысокой погрешности при применении модели Мертона или расчете коэффициента бета).

Для целей снижения субъективности оценки затрат на заемный капитал предлагается следующее дополнение общепринятого алгоритма расчета:

- В случае если Компания на дату оценки привлекла заемные средства, то ставки целесообразно, отталкиваясь от последнего полученного долгосрочного кредита, привести ставку процента к дате оценки на базе разницы доходности безрисковых (государственных) бумаг в той валюте, в которой был выдан кредит. Таким образом, нивелируется влияние изменений на финансово-кредитных рынках.
- Производить прогнозирование наиболее вероятных ставок привлечения заемного капитала в будущем в зависимости от прогнозируемого финансового состояния компании, а также ее положения в отрасли.

Вычисления могут быть произведены на основе наиболее значимых для потенциального кредитора показателей деятельности компании.

На размер ставки непосредственно влияют показатели платежеспособности и ликвидности, рассчитываемые на основе данных прогнозной отчетности – на основании этих величин принимаются решения о кредитовании.

В рамках данной работы предлагается расчет на основе методики Moody's¹¹ по определению кредитных рейтингов, так как соответствующая рейтинговая оценка ориентирована на широкий спектр потенциальных кредиторов и приобретателей долговых ценных бумаг. Кроме того, расчет на основе качественного анализа применим для любой компании, в том числе для компаний, не выпускающих торгуемые долговые ценные бумаги.

Присваиваемые агентством рейтинги отражают суждение о долгосрочном относительном уровне риска и ориентированы на будущее, поскольку относятся к обязательствам, по которым платежи могут производиться в течение длительного периода времени. Таким образом, подобные исследования представляются наиболее подходящими для целей определения затрат на

¹¹ Агентство Moody's было выбрано в связи с широкими масштабами деятельности (2-е в мире по числу клиентов на конец 2010 года) и наличием обширного опыта работы с российскими компаниями: с 1997 года существует агентство Moody's Interfax Rating Agency, созданное на базе российского рейтингового агентства «Интерфакс».

привлечение заемного капитала в прогнозном и постпрогнозном периодах в рамках определения рыночной стоимости компаний.

Необходимо отметить, что агентство не разрабатывает специализированных показателей для российских компаний капиталоемких отраслей. По результатам анализа методик, основанных на показателях финансовой устойчивости компаний и методики Moody's, выявлена возможность учета общих параметров деятельности, однако в скорректированном объеме. Корректировка производится в связи с тем, что основным аргументом агентства для высокой степени влияния общих параметров является низкое качество финансовой отчетности компаний, оперирующих на рынках развивающихся стран.

Корректировка предполагает снижение веса общих параметров на доли факторов операционной и регулятивной среды с 65% до 50%, что соответствует усредненному уровню влияния, который агентство присваивает данной группе показателей в развитых странах. Уровень не представляется целесообразным снижать до меньшего значения, так как значения общих показателей сохраняют степень влияния на вероятность обслуживания полученных займов постоянной на протяжении прогнозного периода для компаний большей части отраслей. Такой подход основан на результатах анализа доступной информации об отчетности российских компаний, обладающих уровнем капитализации либо собственного капитала (без учета убытков) более 129 млн долл. США¹² и не относящихся к финансовому сектору экономики:

- Акции либо другие эмиссионные ценные бумаги 79% компаний обращаются на российских либо иностранных биржах¹³;
- В соответствии с требованиями к эмитенту, выдвигаемыми законом «О рынке ценных бумаг», компании-эмитенты обязаны предоставлять отчетность, подвергшуюся аудиту.

В рамках настоящей работы был также проведен анализ корреляционный анализ затрат на обслуживание долга (в соответствии с данными отчетности

¹² Уровень 129 млн долл. США определен сборником Ibbotson от 2012 года как верхняя граница капитализации для группы компаний с минимальным капиталом

¹³ По информации базы данных Standard and Poor's Capital IQ

МСФО) котируемых российских компаний, относящихся к капиталоемким отраслям, всего в исследование вошли 179 компаний.

Данный анализ показал низкую зависимость величины затрат от рисковости отрасли¹⁴ и темпов прироста выручки, являющихся показателем роста доли компании на соответствующем рынке (коэффициент корреляции составил менее 0,25).

Таким образом, можно сделать вывод о том, что в отчетности существенной части компаний, обладающих крупной капитализацией отражается информация, корректно показывающая их финансовое и экономическое положение.

Параметры, относящиеся к финансовой деятельности компаний, предлагается ввести коэффициент покрытия процентных платежей для всех отраслей. Предлагается прогнозирование значения этого коэффициента и изменение размера затрат на заемный капитал в случае превышения пороговых значений.

Апробация методики на примерах компаний строительной отрасли показала, что при отсутствии прогнозирования затрат на привлечение дополнительных заемных средств стоимость компании искажается в сторону занижения в случае превышения темпов прироста доли компании на соответствующем рынке над изменением финансовой устойчивости и в сторону завышения в противоположном случае.

В пределах четырех других ключевых рейтинговых факторов (качественных факторов) агентство также смещает акценты, когда речь идет о объектах на развитых рынках по сравнению с объектами на развивающихся рынках. При присвоении РФУ объектам на развивающихся рынках агентство считает среди качественных рейтинговых факторов более весомыми регулятивную среду и операционную среду.

¹⁴ Определена по среднему коэффициенту бета компаний отрасли в соответствии с данными сборника Morningstar от 2011 года

Четвертая группа проблем заключается в определении стоимости элементов квазизаемного капитала при расчете рыночной стоимости бизнеса

Анализ зарубежных научных источников выявил отсутствие определения понятия «квазизаемный капитал». Наиболее близким по смыслу является понятие «квазисобственный капитал», трактовка которого предполагает отнесение этого вида как к категории заемного капитала, так и к категории собственного. В российских научных изданиях проблема учета квазизаемного капитала в структуре привлеченных средств не рассматривается.

В работе выделяются привлеченные заемные средства, не отвечающие условиям возвратности, срочности и платности, а также предоставлении заемщику и погашении в денежной форме, в полном объеме, в частности:

- не предполагающие оплаты их использования (такие, как займы, предоставленные аффилированными организациями);
- обязательства, возвращаемые в виде отличном от денежной формы.

Необходимо отметить, что эти формы также не соответствуют требованиям, предъявляемым к долевым участию в собственном капитале.

К обязательствам, фактически возвращаемым в виде, отличном от денежной формы, как правило, относятся векселя, выданные вместе с обязательствами по передаче активов компании через промежуток времени, совпадающий с датой истечения срока по векселю. Компании используют данную схему для того, чтобы быстро получить доход от продажи активов, если актив юридически не может быть продан быстро (недостроен, находится в залоге и т.д.).

С точки зрения оценки затрат на привлечение данного вида капитала наиболее подходящей представляется методика, предложенная американским экономистом Т. Коуплендом¹⁵ для целей оценки затрат на привлечение капитала в форме конвертируемых эмиссионных долговых ценных бумаг (облигаций). В соответствии с методикой, разработанной Т. Коуплендом, в течение срока обращения облигации целесообразно определить основные моменты возможного изменения стоимости. Для выявленных временных точек рассчитывается

¹⁵ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний. 3-е изд. -М.: Олимп-Бизнес, 2008 – С. 469

вероятность изменений в соответствии с рассматриваемыми сценариями и стоимость, к которой приведет реализация каждого из сценариев (в случае если точек возможного изменения стоимости много процедура повторяется). Таким образом, составляется «дерево» событий, каждая «ветвь» которого имеет вероятность. После взвешивания результатов в соответствии с вероятностями определяется будущая стоимость облигации, на основании чего делается вывод о стоимости привлечения капитала в форме конвертируемой облигации на дату оценки.

Для оценки конвертируемых облигаций в рамках методики Коупленда определяются следующие показатели:

- затраты на заемный капитал;
- характеристики облигаций;
- а также характеристики соответствующих акций.

Следуя определению рыночной стоимости в соответствии с федеральным законом «Об оценочной деятельности на территории РФ» 29 июля 1998 г. №135, подход к оценке должен предполагать переход прав собственности к «среднему покупателю», т.е. займ станет рыночным и с большой вероятностью будет погашен в срок (либо условия его предоставления будут изменены на рыночные).

Таким образом, оценка должна производиться с учетом вероятностного характера потоков от погашения.

Предлагается модификация методики оценки стоимости элементов квазизаемного капитала при помощи введения поправки на вероятностный характер реализации различных сценариев погашения займа по формуле:

$$V = V_d - A_p, \quad (1)$$

$$A_p = \sum P_i x V_i \quad (2)$$

где V – стоимость элемента квазизаемного капитала,

V_d – стоимость инструмента как долгового;

A_p – поправка на вероятностный характер потоков от элементов квазизаемного капитала;

P_i – вероятность погашения способом, отличным от определенного в соответствии с требованиями к займам (наличие возврата, срочность и т.д.);

V_i – стоимость в случае погашения i -м способом соответственно.

При определении вероятностей целесообразно учесть следующие факторы:

- характеристики рассматриваемого элемента долгосрочного капитала, выявление степени его соответствия требованиям к элементам заемного капитала;
- изменение ситуации в отрасли, прогноз инвестиций и исторически сложившуюся структуру их финансирования, определяющие потребность в привлечении заемного капитала;
- изменения объема выдачи банковских кредитов нефинансовым организациям;
- изменения ситуации на международных рынках долгового финансирования (если у оцениваемой компании есть возможность привлечения средств из зарубежных источников).

Цели применения методики:

- 1 измерение влияния на стоимость возможных сценариев притоков и оттоков денежных средств от операций с элементами квазизаемного капитала;
- 2 определение рыночной стоимости бизнеса с учетом влияния результатов тех сценариев, которые возможны при допущениях для заданного вида стоимости.

В результате проведения апробации данной методики выявлено, что влияние на стоимость компании обусловлено соотношением роста стоимости актива и стоимостью векселя, т.е. в случае падения стоимости актива векселедержатель может попытаться вернуть деньги по векселю, выплатив неустойки, предусмотренные предварительным договором купли-продажи актива. Таким образом, в периоды экономической нестабильности нужно учесть опционный характер потоков от такой сделки.

В работе также рассмотрен пример обеспечения долгосрочного финансирования деятельности компании за счет средств собственника или

аффилированных лиц. Такие долги часто не обладают полным составом признаков заемного капитала (договор может содержать условие автоматической пролонгации срока или ставка процента может быть равной нулю). В процессе апробации данного способа на описанном выше примере предприятий строительной отрасли установлено, что при оценке по рыночной стоимости в соответствии с законом «Об оценочной деятельности на территории РФ» стоимость бизнеса меньше, чем при оценке для целей управления, так как не учитывается результат варианта 100% собственного капитала, дающий наибольшую стоимость.

В целом применение методов вероятностного анализа снизило стоимость на 30-50%.

III. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключении диссертационной работы обобщены научные результаты исследования, сформулированы основные научные выводы, предложения и рекомендации, вытекающие из содержания диссертации, а также приведены основные направления дальнейшей разработки темы.

IV. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Глава монографии

1. Мартынова, В.С. Стоимость инвестированного капитала строительных компаний: проблемы формирования и оценки (§5.5 Главы 5 Монографии «Оценка стоимости активов: актуальные вопросы теории и практики») // В.С. Мартынова // Под ред. проф. М.А. Федотовой, проф. Т.В. Тазихиной. – М.: Финансовый университет, 2011. – С. 209-215. (0,4 п.л.).

Статьи в научных журналах, определенных ВАК Минобрнауки России:

2. Мартынова, В.С. Влияние структуры капитала на стоимость бизнеса при слиянии и поглощении /В.С. Мартынова // Эффективное антикризисное управление. – 2011. - №5(68). – С. 102-105 (0,5 п.л.)

3. Мартынова, В.С. Квализаемый капитал: особенности и справедливая оценка [электронный ресурс] / В.С. Мартынова // Современные проблемы науки

и образования (Электронный журнал). – 2013. – № 2. Режим доступа: <http://www.science-education.ru/108-8957> (дата обращения: 24.04.2013) (0,4 п.л.)

4. Мартынова, В.С. Особенности расчета затрат на привлечение заемного капитала для российских компаний [электронный ресурс] / В.С. Мартынова // Современные проблемы науки и образования (Электронный журнал). – 2013. – № 6. Режим доступа: <http://www.science-education.ru/113-10744>. (0,5 п.л.)

Тезисы, опубликованные в другом научном издании:

5. Мартынова, В.С. Стоимость привлечения финансирования для строительства коммерческой недвижимости / В.С. Мартынова // Ценообразование на рынке недвижимости: Тезисы докладов международной научно-практической конференции 26 октября 2011 г. – Минск.: Изд-во ГИУСТ БГУ, 2011. – С. 50-52. (0,2 п.л.)