

КВАЗИЗАЕМНЫЙ КАПИТАЛ: ОСОБЕННОСТИ И СПРАВЕДЛИВАЯ ОЦЕНКА

Мартынова В. С.

ЗАО «КПМГ» (123317, Москва, Пресненская набережная, 10), v.s.martynova@gmail.com

В связи с характерной для России холдинговой структурой организации юридических лиц, а также рядом налоговых и законодательных особенностей привлечения финансирования, широкое распространение получили формы, в наибольшей степени удобные для менеджмента холдинга, и не соответствующие традиционным. В рамках данной статьи определено понятие «квализаемный капитал», выявлены его свойства и особенности, связанные с отсутствием раскрытия понятия в российских нормативно-правовых документах, а также финансово-экономических источниках. Приводится методика подсчета справедливой стоимости квализаемных средств с учетом вероятностного характера связанных с ними денежных потоков, а также апробация данной методики на компаниях капиталоемких отраслей, привлечших различные виды квализаемного капитала. Приводится анализ изменений стоимости бизнеса под влиянием способа расчета затрат на квализаемный капитал.

Ключевые слова: квализаемный капитал, заемный капитал, рыночная стоимость, структура капитала, стоимость капитала, привлеченное финансирование.

QUASI-EQUITY: SPECIFICS AND FAIR VALUE

Martynova V. S.

ZAO «KPMG» (123317, Moscow, Presnenskaya Naberezhnaya, 10), v.s.martynova@gmail.com

Specific types of capital provided are wide-spread in Russia due to the popularity of holding structures and to some tax and legal issues concerning fund raising. These types of capital are most appropriate for the management and may differ from traditional forms. The present article encompasses the definition of category “quazi-debt”, identification of its characteristics which are driven by the lack of information in laws and regulations and sources dedicated to finance. It describes the method of quasi-debt fair value estimation considering probability-based cash flows. The article also encompasses the application of the above mentioned method to business valuation of different companies operating in the capital-consuming industries which invited different investments in forms of “quazi-debt”. The analysis of the differences due to estimation methods is provided.

Key words: Quasi-equity, debt, market value, capital structure, cost of capital, liabilities.

Для Российской Федерации характерна холдинговая структура организации юридических лиц, имеющих отношение к одному и тому же денежному потоку, либо бенефициару, в результате чего финансирование деятельности такого холдинга осуществляется в формах, наиболее удобных для менеджмента холдинга, и не соответствующих традиционным. Кроме того, новые формы привлечения средств обусловлены рядом налоговых и законодательных особенностей договорных отношений по поводу кредитов и займов.

Необходимо отметить, что российские источники, подробно рассматривающие особенности «квализаемного капитала», отсутствуют.

Понятие «квализаемного капитала», либо «квализобязательств», либо «квализдолга» не определено также и в рамках Гражданского кодекса РФ (как и в рамках каких-либо других нормативно-правовых актов), таким образом, правовой анализ термина не проводился и данное понятие используется автором 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, андеррайтинг, роялти, гранты), понятие также включает в себя необеспеченные займы от аффилированных компаний [5].

В статье американских авторов Х. Беркмана и М. Бредбери [4] квазисобственный капитал определен как совокупность привилегированных акций и конвертируемых в обыкновенные акции облигаций.

Для целей настоящего исследования Автор выделяет привлеченные заемные средства, не отвечающие условиям возвратности, срочности и платности, а также предоставления 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.

Квазизаемные средства – это привлеченные средства, не отвечающие какому-либо из требований к обязательствам (возвратности, срочности или платности [3], а также предоставлении в денежной форме), в частности:

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

Необходимо отметить, что эти формы также не соответствуют требованиям к долевому участию в собственном капитале (владение бумагами не дает права участия в управлении компанией).

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 (не достроен, находится в залоге и т.д.).

Схема предполагает заключение предварительного договора на продажу актива и параллельный выкуп векселя компании-продавца на сумму будущей сделки. Даты предполагаемой юридической продажи и истечения срока по векселю должны совпадать, и тогда стороны меняются активами и проводят зачет встречных требований.

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 случае с бесплатными заемными средствами применяется средняя ставка для заемных средств, предоставленных на схожих условиях, так как одной из предпосылок проведения оценки рыночной стоимости является возможный переход прав на компанию к другому лицу, т.е. аффилированная компания может перестать быть аффилированной. Также могут быть учтены неустойки, включенные в договор займа для случаев изменений условий займа в одностороннем порядке.

Анализ литературы показал отсутствие простых в плане практического применения методик, которые позволили бы построить модели, отражающие влияние риска финансовых затруднений, роста доходов и различных аспектов политики финансирования компании, на стоимость организации.

Пример 1. 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 (не достроен, находится в залоге и т.д.).

Схема предполагает заключение предварительного договора на продажу актива и параллельный выкуп векселя компании-продавца на сумму будущей сделки. Даты предполагаемой юридической продажи и истечения срока по векселю должны совпадать, и тогда стороны меняются активами и проводят зачет встречных требований.

Такого рода векселя являются, как правило, недорогим (если не бесплатным) источником заемных средств и, следовательно, снижают стоимость расходов на обслуживание долга в среднем.

В данном случае представляется целесообразным учесть обязательства в виде векселей и конкретного актива и обнулить их в составе баланса (и в составе доходов). Для примера рассмотрим случай наличия векселей на балансе компании.

Таблица 1. Вводные данные

<i>Исходный баланс</i>	2011	2012	2013	
Активы	500	550	600	
в т.ч. Основные средства / Незавершенное строительство	400	450	500	8 % **
Задолженность	300	300	300	
в т.ч. вексели под предоставление активов	200	200	200	
Собственный капитал	200	250	300	
стоимость привлечения заемного капитала (кроме векселей)	10%			
процентная ставка по векселям	3 %			
средняя стоимость заемного капитала	5 %	5 %	5 %	
стоимость собственного капитала	18 %			

доля ОС, передающаяся по предварительному договору	50 %			
налог на прибыль	20 %			
расчет рентабельности (Пр/Выр)	20 %			

*во время продажи актива задолженность погашается в полном объеме;

** темп прироста стоимости объекта в год.

Источник: расчеты Автора.

В приложении приведен расчет стоимости компании при учете векселей как части заемного капитала (первый вариант) и при исключении векселей из состава пассивов и передаваемую часть основных средств из состава активов (второй вариант). При применении первого варианта стоимость была завышена на 11 %.

Таблица 2. Расчет для Вариантов 1 и 2

Годы	2012	2013	2014
Вариант 1			
WACC без исключения векселей 1	10 %	11 %	11 %
Факторы дисконтирования	0,9111	0,8244	0,7418
Стоимость Собственного Капитала	130,27		
Вариант 2			
Активы	300	325	350
в т.ч. Основные средства/Незавершенное строительство	200	225	250
Задолженность	100	100	100
в т.ч. Вексели под предоставление активов	0	0	0
Собственный капитал	200	225	250
стоимость привлечения заемного капитала (кроме векселей)	10 %		
процентная ставка по векселям	3 %		
средняя стоимость заемного капитала	10 %	10 %	10 %
стоимость собственного капитала	18 %		
доля ОС, передающаяся по предварительному договору	50 %		
налог на прибыль	20 %		
WACC без исключения векселей	15 %	15 %	15 %
Факторы дисконтирования	0,8721	0,7588	0,6591
Стоимость Собственного Капитала	117,49		

Источник: расчеты Автора.

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.

Пример 2. Другим примером является заемное долгосрочное финансирование деятельности компании за счет средств собственника или аффилированных лиц. Такие долги часто не обладают полным составом признаков заемного капитала (например, договор может содержать условие автоматической пролонгации срока или ставка процента может быть

равной нулю). Некоторые исследователи также относят к такой категории необеспеченные займы.

Рассмотрим пример оценки бизнеса компании:

- специализирующейся на строительстве объектов инфраструктуры (автомобильных дорог, мостов, тоннелей), выделенной 3 года от даты оценки (оценка проводится на 31 декабря 2011 года), таким образом, обладающей самостоятельной отчетностью только на этот период;
- операционная деятельность компании отличается существенными затратами на аренду основных средств, что отражается в невысоком уровне капитальных вложений, а также сниженной марже;
- деятельность компании финансируется за счет нераспределенной прибыли, уставного капитала и двухлетнего автоматически пролонгируемого займа, полученного от акционеров на бесплатной основе.

Все величины приведены в миллионах рублей, если не указано другое.

Таким образом, финансирование деятельности компании в разрезе источников структурировано, как представлено ниже:

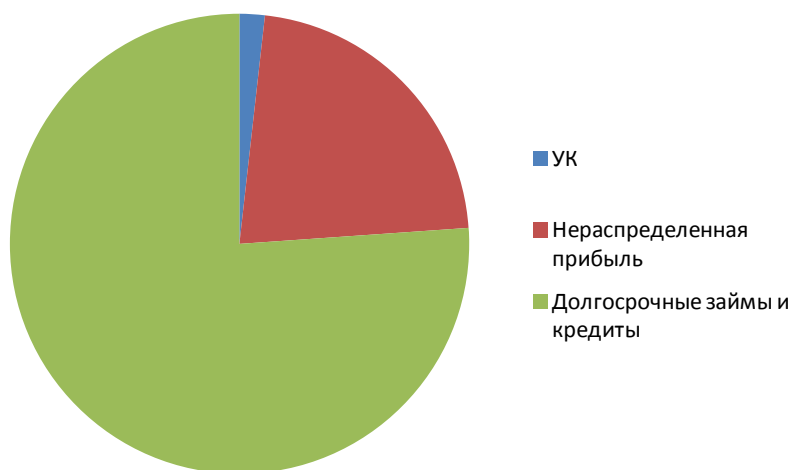


Рисунок 1. Структура финансирования компании на 31 декабря 2011

Источник: данные отчетности компании, анализ Автора.

В случае, если принять займ от акционера в качестве элемента собственного капитала, то доля заемного капитала равняется нулю на протяжении и исторического, и прогнозного периодов.

Динамика денежного потока, а также распределение источников финансирования для случая классификации представлены в таблице ниже (предполагается, что компания не выплачивает дивидендов).

Таблица 3. Прогнозный баланс и денежный поток в прогнозном и постпрогнозном периодах

Денежный поток	2012	2013	2014	2015	2016	ПП
Выручка	500	530	561,8	589,89	613,4856	638,025
Себестоимость	340	360,4	382,024	401,1252	417,1702	433,857

КиУР	70	74,2	78,652	82,5846	85,88798	89,3235
Прибыль до налогообложения	90	95,4	101,124	106,1802	110,4274	114,8445
Налог	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Прибыль после налогообложения	72	76,32	80,8992	84,94416	88,34193	91,8756
Амортизация	25	25	25	25	25	27
Изменения собственного оборотного капитала	60	63,6	67,416	70,7868	73,61827	76,563
Капитальные вложения	25	26,25	26,25	26	26	25
Итого денежный поток до учета финансовой деятельности	12	11,47	12,2332	13,15736	13,72365	17,3126
Баланс собственного и заемного финансирования - 1	2012	2013	2014	2015	2016	ПП
УК	10	10	10	10	10	10
Нераспределенная прибыль	197	273	354	439	527	619
Долгосрочные займы и кредиты	430	430	0	0	0	0
	68	60				
Доля заемных средств	%	%	0 %	0 %	0 %	0 %

Источник: данные отчетности компании, анализ Автора.

В целом предполагается, что деятельность компании не будет претерпевать значительных изменений (темпы роста не превышают прогнозируемой инфляции в РФ).

Исходя из данной структуры финансирования, произведен расчет WACC для каждого прогнозного периода. Необходимо отметить, что при 100 % доли собственного капитала величина WACC составит 14,72 % во все периоды.

Таблица 4. Расчет WACC в прогнозном и постпрогнозном периодах

Расчет WACC - 1	2012	2013	2014	2015	2016	ПП
Безрисковая ставка для РФ (ОФЗ)	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Безрычаговая бета (Damodaran)	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12
Рычаговая бета для компании на дату оценки	2,98	2,48	1,12	1,12	1,12	1,12
Премия за риск вложений в отрасль (Damodaran)	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
САРМ	26 %	23 %	15 %	15 %	15 %	15 %
WACC	8,41 %	9,09 %	14,72 %	14,72 %	14,72 %	14,72 %

Источник: [5], [4], расчеты Автора.

Расчет стоимости компании двумя вариантами представлен в таблицах ниже:

Таблица 5. Расчет стоимости компании, с учетом заемного капитала (DCF-1) и при 100 % собственного капитала (DCF-2)

DCF – 1	2012	2013	2014	2015	2016	ПП
Денежный поток до учета финансовой деятельности	12	11,47	12,2332	13,15736	13,72365	17,3126
Фактор дисконтирования	0,960418	0,883149	0,789455	0,688158	0,599859	0,560053
Дисконтированный денежный поток	11,52502	10,12972	9,657556	9,05434	8,232252	9,695978
Терминальная стоимость (дисконтированная)	86,41692					
Стоимость бизнеса до вычета долгов	135,0158					
Величина чистого долга	280					

Стоимость собственного капитала	-144,984					
DCF - 2	2012	2013	2014	2015	2016	ПП
Денежный поток до учета финансовой деятельности	12	11,47	12,2332	13,15736	13,72365	17,3126
Фактор дисконтирования	0,933642	0,813844	0,709418	0,618391	0,539044	0,503274
Дисконтированный денежный поток	11,20371	9,334793	8,678451	8,13639	7,397648	8,712978
Терминальная стоимость (дисконтированная)	77,65578					
Стоимость бизнеса до вычета долгов	122,4068					
Величина чистого долга	0					
Стоимость собственного капитала	122,4068					

Источник: расчеты Автора.

Таким образом, отличия при рассмотрении квазизаемного капитала дают различие в стоимости в размере 267 млн руб.

Необходимо отметить, что, следуя определению рыночной стоимости, в соответствии с законом «Об оценочной деятельности», расчет должен предполагать переход прав собственности к «среднему покупателю», т.е. займ станет рыночным и с большой вероятностью будет погашен через 2 года (либо условия его предоставления будут изменены на рыночные). Таким образом, оценка должна производиться по первому варианту.

В случае проведения оценки для целей управления могут быть учтены сценарии погашения займа по формуле:

$$V = P_1 \times V_1 + P_2 \times V_2 (I),$$

где V – стоимость компании,

$P_{1,2}$ – вероятность погашения 1 или 2 способом,

$V_{1,2}$ – стоимость компании в случае погашения 1 или 2 способом соответственно.

В рассматриваемом примере сценарий 1 предполагает погашение через 2 года и стоимость в размере «-145 млн руб.», сценарий 2 предполагает отсутствие погашения и стоимость в размере 122 млн руб. Если придать первому сценарию вероятность 30 %, а второму – 70 % (смена собственника не планируется, займ может быть истребован только в случае наступления внешних обстоятельств, вероятность чего составляет 30 %), то итоговая рыночная стоимость составит 42 млн руб. Эта величина на 80 % меньше той, которая была бы получена при применении только одного наиболее вероятного сценария.

Таким образом, методика, учитывающая сценарии будущих потоков от квази-заемных средств, применима, в первую очередь, для оценки в управленческих целях.

Список литературы

1. База данных о результатах торгов облигациями cbonds.ru (url: <http://ru.cbonds.info/emissions/issue/25817>).
2. База данных о среднеотраслевых показателях бета damodaran.ru (url: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).
3. Гражданский кодекс Российской Федерации // Кнорус. – М., 2013. – 512 с.
4. Berkman H., Bradbury M. Empirical evidence on the corporate use of derivatives // Financial Management. – Vol. 25. № 2 (Summer, 1996). – P. 9–18.
5. Financing Civil Society: A practitioner's view of the UK Social Investment Market, Venturesome: 2008 (url: http://www.cafonline.org/PDF/Venturesome_FinancingCivilSociety_1806091.pdf).

Рецензенты:

Блинова Ульяна Юрьевна, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры «Бухгалтерский учет в коммерческих организациях» ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», г. Москва.

Федотова Марина Алексеевна, доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой «Оценка и управление собственностью» ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», г. Москва.