

3.3. ТЕОРИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ПРАКТИКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В УСЛОВИЯХ РОССИИ

Кочетков Е.П., соискатель;
Русаков П.В., соискатель;

ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве РФ»

Несмотря на падение количества сделок по слияниям и поглощениям (M&A) в условиях кризиса, они остаются одним из эффективных инструментов управления бизнесом. Между процессом M&A и структурой капитала существует тесная взаимосвязь, которая выражена в финансовой реструктуризации, т.е. в изменении структуры капитала. Структура капитала при M&A может выступать в трех аспектах: как причина, как цель и как метод защиты от враждебных поглощений. В статье рассмотрены все три аспекта. Последняя роль структуры капитала основана на новой теории структуры капитала – модели корпоративного контроля. Эта модель была проверена и подтверждена статистикой по M&A в России за период 2004 – 2006 гг, что свидетельствует о важности использования структуры капитала в процессе управления бизнесом.

Динамика сделок по слияниям и поглощениям (сокращенно M&A) соответствует циклическому развитию экономики: в период подъема количество сделок возрастает, в период спада, наоборот, – падает. Так, по данным KPMG, снижение объема объявленных сделок M&A в России в 2008 г. соответствовало падению глобального рынка M&A – около 30% [10]. Тем не менее, M&A являются эффективным инструментом развития бизнеса, поэтому даже в период кризиса сделки все равно осуществляются.

Понятие «слияния и поглощения» как современная тенденция объединения и концентрации бизнеса можно выделить в особую форму корпоративного реструктурирования [11, с. 510-511], характерными особенностями которой являются изменение структуры капитала и использование факторов внешнего роста. Таким образом, между процессом M&A и структурой капитала существует взаимосвязь, которая отражается в понятии финансовая реструктуризация. Финансовая реструктуризация [14, с. 151-158] непосредственно направлена на оптимизацию структуры капитала, способную минимизировать расходы по обслуживанию привлеченного капитала. В изменении структуры капитала (как собственного, так и заемного) видится взаимосвязь между финансовой реструктуризацией и M&A. Необходимо понимать, что любое слияние и поглощение приведет к изменению структуры капитала не только на уровне заемного и собственного, но и на уровне собственного капитала, когда изменится структура собственников. Структура капитала – долевой состав постоянного долгосрочного финансирования бизнеса фирмы [4, с. 753]. Такое определение подразумевает долгосрочный характер источников финансирования, но при изучении вопроса о роли структуры капитала в процессе M&A необходимо включить в структуру капитала еще и краткосрочные источники финансирования, так как процесс финансовой реструктуризации может быть связан со всей финансовой структурой капитала, а не только с капитализированной.

С точки зрения теории финансового менеджмента, структура капитала при M&A может выступать в качестве трех аспектов: как причина, как цель и как метод защиты от враждебных поглощения – в этом проявля-

ется взаимосвязь M&A и структуры капитала как основного элемента, который подвергается изменению в процессе финансовой реструктуризации. Особенно очевидно это проявляется при различных типах тактики M&A (см. табл. 1).

Таблица 1

ТАКТИКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Тактика слияний и поглощений	Содержание тактики	Роль структуры капитала
Оборона	Предполагает устранение избыточных мощностей, избавление от непрофильных активов, что обеспечивает рост рентабельности активов, следовательно, и рост рентабельности собственного капитала (фактор структуры капитала) либо объединение с компанией – поставщиком	Выступает как причина – ухудшение структуры капитала
Атака	Связана с тактикой агрессивного роста, освобождением от нерентабельных активов, использование свободного капитала другой компании и возможностей получения кредитов (в результате – рост рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага)	Выступает как цель – оптимизация структуры капитала
Диверсификация	Распределение делового риска за счет расширения ассортимента товаров и рынков, стабилизация уровня прибыли и рентабельности продаж	Выступает как цель – оптимизация структуры капитала и финансовой устойчивости



Рис. 1. Иерархия и взаимосвязь целей реструктуризации структуры капитала в долгосрочном аспекте

Структура капитала как цель M&A связана с достижением такой структуры, которая обеспечит эффективное функционирование бизнеса в долгосрочном аспекте благодаря устойчивому финансово-экономическому состоянию. В связи с этим можно выделить следующие цели финансовой реструктуризации, которые достигаются в рамках M&A: оптимизация структуры капитала, повышение стоимости собственного капитала и выгод привлечения заемного капитала, уменьшение финансового и делового рисков, повышение финансовой устойчивости, достижение финансовой синергии. Все эти цели находятся в определенной взаимосвязи и соподчиненности (см. рис. 1). Фундамент целей финансовой реструктуризации составляет оптимизация структуры капитала, все остальные цели являются производными от нее (воздействуя на структуру капитала можно достичь следующих по уровню иерархии целей). Венчает

пирамиду целей повышение стоимости собственного капитала. Рассмотрим каждую цель.

Оптимизация структуры капитала

Вопрос о том, какая структура капитала является оптимальной и оказывает ли она влияние на стоимость бизнеса – дискуссионный вопрос, к окончательному решению которого ученые-экономисты так и не пришли, об этом свидетельствует существование множества теорий структуры капитала [9, с. 48-55] (компромиссная теория, сигнальная теория, теория Модильяни – Миллера, традиционная теория структуры капитала, агентская теория). В любом случае оптимальная структура капитала показывает, какую долю финансирования фирма должна привлекать в форме заемного капитала, а также капитала в форме привилегированных и обыкновенных акций, чтобы максимизировать стоимость собственного капитала. С другой стороны, это такая структура капитала, которая приводит к минимуму **WACC**, что обеспечит максимизацию рыночной стоимости компании [3, с. 625]. Следовательно, оптимизация структуры капитала может выступать как средство для достижения главной цели M&A – повышение рыночной стоимости собственного капитала.

С оптимизацией структуры капитала тесно связаны повышение стоимости собственного капитала и выгоды привлечения заемного капитала. Стоимость растет благодаря тому, что в результате оптимизации структуры капитала путем слияния двух компаний уровень финансового левериджа может понизиться, в результате чего привлекать заемные средства будет выгоднее, так как снизятся издержки на обслуживание долгового капитала (рост активов увеличит долговые возможности), но надо учитывать, что наращивание финансового левериджа не может быть бесконечным, потому что чрезмерное привлечение заемного капитала будет повышать риск банкротства, что приведет к росту требуемых ставок доходности как со стороны кредиторов, так и со стороны акционеров.

Финансовый и деловой риск

Деловой (производственный) риск – риск доходов акционеров в ситуации, когда не используется заемный капитал. Финансовый риск – дополнительный риск, которому подвергаются владельцы обыкновенных акций в результате принятия фирмой решения о привлечении заемных средств, это риск возможного банкротства. Если используется заемный капитал, то инвесторы компании разделяются на две группы – кредиторы и акционеры, но большая часть делового риска при этом концентрируется на акционерах, так как в случае банкротства требования кредиторов имеют привилегии перед ними. Данный процесс приводит к тому, что обе группы требуют компенсации возросших рисков, поэтому происходит рост ставок отдачи на вложенный капитал, а значит – снижение стоимости бизнеса.

Опасность делового риска заключается и в том, что он напрямую связан с рентабельностью собственного капитала. Деловой риск измеряется неопределенностью, неизбежной при прогнозировании рентабельности активов (**ROA**). Таким образом, деловой риск может быть измерен среднеквадратическим отклонением либо **ROA**, либо **ROI**. Так как активы фирмы численно

равны капиталу, представленному в форме заемных и собственных средств:

$$\text{Балансовое равенство: активы} = \\ = \text{Собственный капитал} + \text{Заемный капитал},$$

то в знаменателе формулы **ROA** вместо активов можно написать инвестированный капитал, равный сумме собственного и заемного капитала, и получить формулы рентабельности инвестированного капитала (**ROI**). Если фирма не пользуется заемными средствами и, значит, не платит процентов, то ее активы численно равны собственному капиталу, а рентабельность инвестированного капитала (**ROI**) равна рентабельности собственного капитала (**ROE**), поэтому деловой риск финансово независимой фирмы может измеряться средним квадратическим отклонением ее ожидаемой **ROE**. Уровень делового риска также отражает эффект операционного рычага: сравнительно небольшое изменение объема реализации приводит к большему изменению **ROE**. Этот эффект объясняется удельным весом постоянных затрат в операционных затратах фирмы. Если их доля велика, то даже небольшой спад объема реализации может привести к существенному падению операционной прибыли (следовательно, и **ROE**), поэтому при прочих равных условиях чем выше постоянные затраты фирмы, тем больше ее производственный риск. Эффект операционного рычага может проявиться при M&A может следующим образом:

- в результате достижения экономии на масштабах производства, когда будет достигнуто снижение постоянных затрат на единицу продукции;
- чем выше доля заемного капитала, тем выше постоянные затраты фирмы, в частности по уплате процентов, следовательно, тем выше вероятность того, что сокращение выручки может породить финансовые трудности. Рост вероятности финансовых трудностей (риска банкротства), в свою очередь, снижает рыночную стоимость фирмы и повышает стоимость ее капитала (в данном случае наблюдается взаимосвязь финансового и делового рисков).

Что касается финансового риска, то использование заемного капитала, как правило, увеличивает ожидаемое значение **ROE**, когда ожидаемое значение коэффициента генерирования доходов (отношение **EBIT** к сумме активов) превышает цену заемного капитала – эффект финансового рычага. Финансовый рычаг – совокупное воздействие на уровень прибыли за счет собственного капитала и заемного финансирования. В европейской модели финансовый рычаг рассматривается как отношение общей задолженности предприятия к общей сумме собственного капитала (такое соотношение используется в модели Дюпон). В американской модели финансовый рычаг рассчитывается как отношение изменения чистой прибыли на акцию (частный случай рентабельности собственного капитала) к изменению нетто-результата эксплуатации инвестиций (**EBIT**). Оптимальная структура капитала, которая получается в процессе финансовой реструктуризации, в данном случае максимизирует рентабельность компании, то есть позволяет получить наибольшую прибыль при существующем уровне собственных средств. Влияние структуры капитала (**D / E**) на **ROE** показывает расширенная модель Дюпона:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Earning}}{\text{Equity}(E)} = \frac{\text{Sales}}{\text{Asset}} * \frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}} * \\ * \frac{\text{EBIT}}{\text{EBITDA}} * \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} * \frac{\text{Earning}}{\text{EBT}} * \left(1 + \frac{D}{E}\right), \quad (1)$$

где

$$ROE = \frac{Earning}{Equity(E)} ; \quad (2)$$

- соотношение, характеризующее финансовую деятельность

$$\frac{EBT}{EBIT} ; \quad (3)$$

- соотношение, характеризующее финансовый рычаг

$$\left(1 + \frac{D}{E} \right). \quad (4)$$

Согласно модели Дюпона структура капитала влияет на ROE двумя путями (см. формулу 1):

формула (3) – это соотношение характеризует эффективность финансовой деятельности (путем минимизации платы за заемный капитал – проценты);

формула (4) – непосредственно сам финансовый рычаг. Необходимо учитывать взаимосвязи между факторами, которые прямо не отражены в модели Дюпон. Например, исходя только из математической формулы модели, может показаться, что бесконечное увеличение финансового рычага будет приводить к столь же бесконечному увеличению рентабельности собственного капитала. Однако при увеличении доли заемных средств в авансированном капитале возрастают и выплаты за пользование кредитами. Вследствие этого уменьшается чистая прибыль (см. формулу (2)) и повышения рентабельности собственного капитала не происходит.

Эффект финансового рычага возникает благодаря налоговому щиту, который позволяет проценты по обслуживанию заемного капитала учитывать при расчете налоговой базы по налогу на прибыль. При проведении финансовой реструктуризации в российских условиях необходимо учитывать специфику налогообложения бизнеса: по налоговому законодательству РФ, отнесение расходов по заемному капиталу на расходы, учитываемые при расчете налоговой базы по налогу на прибыль, возможно лишь в части ставки рефинансирования, увеличенной в 1,1 раз, следовательно, формула для расчета эффекта финансового рычага в России будет следующей [13]:

$$DFL = [(1 - T) * (ROA - RR) - RP] * \frac{D}{E}, \quad (5)$$

где

RR – ставка процента по заемному капиталу в пределах ставки рефинансирования, увеличенной в 1,1 раз;

RP – ставка процента по заемному капиталу, превышающая ставку рефинансирования, увеличенную в 1,1 раз;

T – ставка налога на прибыль;

DFL – эффект финансового рычага.

Финансовая устойчивость

Повышение финансовой устойчивости заключается в том, что управление финансовым рычагом связано с оперативным управлением финансовой устойчивостью. Основная задача найти оптимальное соотношение не только между заемным и собственным капиталом (финансовый рычаг в структуре капитала), но и создать необходимые условия для оптимального соче-

тания имущества в денежной и неденежной форме (финансовый рычаг в структуре активов) [5]. Поэтому при соблюдении этих условий гарантируется как повышение рентабельности собственного капитала, так и достижение финансовой устойчивости. Управление структурой капитала позволяет избежать риска банкротства, что повышает финансовую устойчивость.

Если принимать во внимание текущее состояние компании, то структура капитала тогда выступает как причина M&A: причиной может стать потеря текущей платежеспособности, которая напрямую связана с несоответствием покрытия активов источниками финансирования [5], в частности, накопление просроченной задолженности (как составной части финансовой структуры капитала), что увеличивает риск банкротства. Например, просроченная задолженность может возникнуть в процессе реформирования организации путем выделения или разделения, когда в соответствии с разделительным балансом одна из компаний получает просроченные обязательства, либо в процессе объединения (слияние или присоединение), когда присоединяемая компания имеет просроченные долги.

Достижение финансовой синергии

Одним из мотивов M&A выступает достижение финансовой синергии (см. рис. 2), которая напрямую связана со структурой капитала.

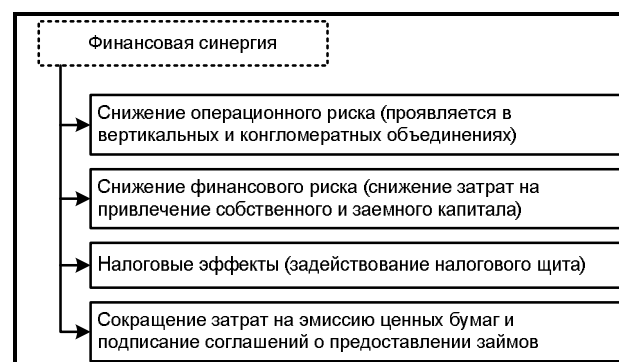


Рис. 2. Содержание понятия «финансовая синергия»

Метод защиты от враждебных поглощений

Теперь рассмотрим практический аспект взаимосвязи структуры капитала и M&A. Все-таки наиболее наглядно структура капитала проявляет себя как метод защиты от враждебных поглощений. Это можно увидеть по статистике M&A в России. Все рассмотренные выше цели и причины M&A практически не доступны для подтверждения примерами на практике, так как чаще всего информация об успехе (неуспехе) M&A не становится общенародным достоянием, поэтому все цели и причины основаны только на теоретических соображениях.

Волна M&A, охватившая в 80-е гг. 20 века, привела к появлению новой модели оптимальной структуры капитала – модели корпоративного контроля. В отношении M&A и структуры капитала эти модели интересны тем, что они пытаются ответить на вопросы: как влияет структура капитала на вероятность враждебного поглощения и каким образом, используя структуру капитала, можно защитить компанию от агрессора? Оказывается, что структура капитала корпорации может

быть использована как один из методов блокирования либо снижения вероятности попыток ее враждебного поглощения. Приверженцы данной точки зрения считают, что для каждой корпорации в условиях рыночной экономики верно утверждение [12, с. 116-128]: чем выше коэффициент долг / собственный капитал (D/E – финансовый рычаг), тем выше вероятность враждебного поглощения. Это следует из того, что для получения контроля над компанией индивидууму необходимо привлечь достаточное количество финансовых ресурсов с целью выкупа контрольного пакета акций, а это проще сделать, когда у корпорации значительный финансовый рычаг: для выкупа контрольного пакета акций потребуется меньше капитала. Данное утверждение является постулатом классической модели корпоративного контроля. В этой области выделяют две фундаментальные работы – Харриса и Равива [1] и Шульца [2] – в которых показано, как управление структурой капитала корпорации оказывает влияние на успех (неуспех) поглощения. Рассмотрим каждую модель вкратце.

Модель Харриса и Равива

В своей модели они показали, как текущий менеджмент корпорации может манипулировать вероятностью враждебного поглощения своей компании с помощью структуры капитала. Для манипулирования исходом поглощения менеджменту достаточно лишь изменять долю обыкновенных акций, находящихся в его собственности (изменение структуры капитала). Механизм этой модели таков. При появлении корпорации – покупателя текущий менеджмент выбирает новую долю обыкновенных голосующих акций своей компании, а покупатель выкупает обыкновенные голосующие акции у пассивных акционеров. Исход поглощения решается при помощи простого большинства голосов, где текущий менеджмент голосует сам за себя, и часть пассивных инвесторов тоже голосуют за него (при условии, что вероятность того, что текущий менеджмент является более эффективным, выше вероятности того, что более способным является менеджмент корпорации-покупателя). В данной модели размер доли обыкновенных акций (от которой зависит исход поглощения) определяется при помощи структуры капитала: чтобы увеличить долю акций в собственности, текущий менеджмент может выкупить акции у пассивных акционеров, профинансировав выкуп за счет эмиссии долговых обязательств (налицо изменение структуры капитала), на практике это означает, что если компания окажется под угрозой поглощения, то она будет увеличивать долговую нагрузку¹. Весь процесс можно изобразить на схеме (см. рис. 3). В данной модели наблюдается расхождение с классической моделью, т.к. Харрис и Равив предсказывают уменьшение вероятности поглощения корпорации с ростом ее долговой нагрузки, а классическая модель утверждает обратное.

Модель Шульца

В ней тоже сосредоточено внимание на проблеме влияния структуры капитала компании на исход ее поглощения. В данной модели существует также текущий менеджмент корпорации, потенциальный покупатель

корпорации-цели и большое количество пассивных акционеров. Текущий менеджмент владеет долей α обыкновенных голосующих акций, по предположению Шульца, ни при каких обстоятельствах текущий менеджмент не станет продавать свои акции корпорации-покупателю. В свою очередь в результате проведения поглощения корпорация-покупатель может получить случайные выгоды контроля, первоначальные объемы этих выгод неизвестны ни одной из сторон. Величина выгод становится известной корпорации-покупателю лишь непосредственно перед тем, как она принимает решение о том, какую премию нужно предложить акционерам корпорации-цели. Шульц показал, что при увеличении α доли акций компании, находящихся в собственности ее текущего менеджмента, размеры премии, которую предлагает корпорация-покупатель, возрастают, но вероятность успешного поглощения снижается [12, с. 125-127]. Увеличение же величины α происходит при помощи структуры капитала (изменение долговой нагрузки).

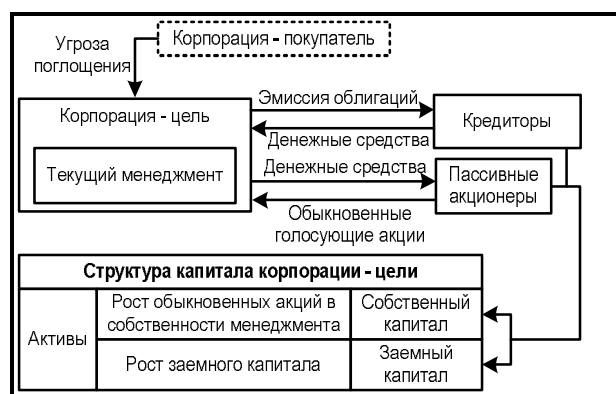


Рис. 3. Механизм использования структуры капитала для защиты от враждебного поглощения по модели Харриса и Равива

Проверим, соответствуют ли действительности положения рассмотренных теорий, а именно влияет ли структура капитала на процесс M&A, для чего была проанализирована статистика по M&A [7] в РФ за период² с 2004 г. по 2006 г., а также структура капитала отраслей [6,8] (см. табл. 2). С этой целью были отобраны наиболее значимые отрасли по количеству сделок по слияниям и поглощениям. По данным Госкомстата финансовый рычаг (ЗК/СК) был определен исходя из коэффициента автономии:

$$K_{авт} = \frac{Соб. капитал (СК)}{Соб. капитал + Заемн. капитал (ЗК)} \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \frac{ЗК}{СК} = \frac{1}{K_{авт}} - 1.$$

Любая фирма тяготеет со временем к структуре капитала, сложившейся в отрасли, поэтому отраслевое значение структуры капитала в среднем будет отражать структуру капитала каждой фирмы в данной отрасли.

¹ Предполагается, что до отсутствия угрозы поглощения долговая нагрузка вообще отсутствует в структуре капитала, а все акции поделены между менеджментом и пассивными акционерами.

² При исследовании изучаемого вопроса авторы столкнулись с проблемой отсутствия необходимых статистических данных. В современных условиях отсутствует информация о структуре капитала по отраслям в России. Единственный достоверный источник – Госкомстат РФ, данные которого появляются с большим временным лагом по сравнению с текущим моментом. По этой причине берутся данные, которые имелись на момент написания статьи.

Как показывает анализ, динамика структуры капитала нестабильна (см. рис. 4, 5): в 2004 г. доля заемного капитала заметно снизилась по всей экономике, причем наиболее резко – в добывающих отраслях (нефтегазовая и добыча полезных ископаемых), высокий рычаг был в торговле, однако это не повлияло на слияния и поглощения, так, за 2004 г. лидером по количеству сделок были нефтегазовая отрасль и добыча полезных ископаемых (в совокупности), хотя финансовый рычаг был самым наименьшим, в 2005 г. наибольший рычаг был в финансовой деятельности, в 2006 г. – в строительстве, по количеству сделок они также не являлись лидерами. В целом за три года произошел рост финансового рычага по всем отраслям, что говорит о существенном уровне привлечения в отрасли заемного капитала.

Таблица 2

СТАТИСТИКА ПО СЛИЯНИЯМ И ПОГЛОЩЕНИЯМ И СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПО ОТРАСЛЯМ

Отрасль	Число сделок	Соотношение долгового и собственного капитала (финансовый рычаг)	Сумма сделок (млн. долл.)
2004 г.			
Транспорт	22	0,116	652,6
Металлургия	16	0,121	1 051,50
Добыча полезных ископаемых	11	0,18	933,4
Нефтегазовая	23	0,19	14 080,70
Пищевая	23	0,22	821,1
Связь	22	0,28	1 762,50
Машиностроение	19	0,36	537,6
Финансовая деятельность	21	0,90	1 022,80
Химическая	10	0,94	409,8
Строительство	9	1,65	144
Торговля	13	3,07	357,5
2005 г.			
Связь	19	0,04	735,2
Металлургия	16	0,11	1 554,50
Нефтегазовая	22	0,11	17 438,00
Химическая	15	0,17	1 106,70
Пищевая	37	0,27	1 452,30
Транспорт	4	0,29	225
Машиностроение	25	0,36	1 221,80
Строительная	14	0,49	1 537,00
Торговля	27	0,68	630
Финансовая деятельность	22	0,91	1 512,00
Добыча полезных ископаемых	8	0,92	2 537,70
2006 г.			
Транспорт	14	0,42	927,7
Нефтегазовая	26	0,49	8 380,00
Добыча полезных ископаемых	10	0,52	1 674,50
Металлургия	20	0,52	15 866,00
Финансовая деятельность	37	0,70	2658
Торговля	39	0,77	2 697,90
Химическая	9	0,90	283,6
Связь	27	1,08	2 008,80
Пищевая	36	1,65	1 254,40
Машиностроение	20	1,72	511,1
Строительная	14	2,80	567,9

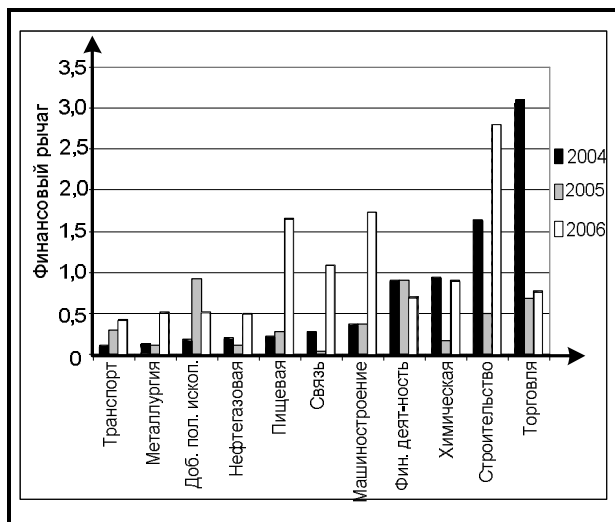


Рис. 4. Динамика структуры капитала по отраслям в РФ с 2004 г. по 2006 г.

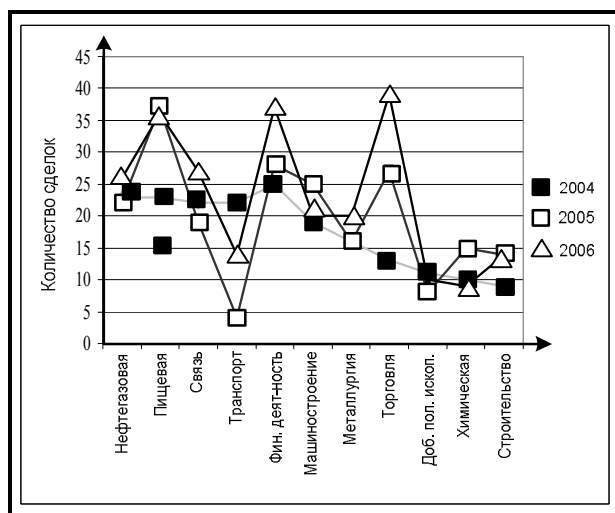


Рис. 5. Динамика количества сделок по слияниям и поглощениям в РФ с 2004 г. по 2006 г.

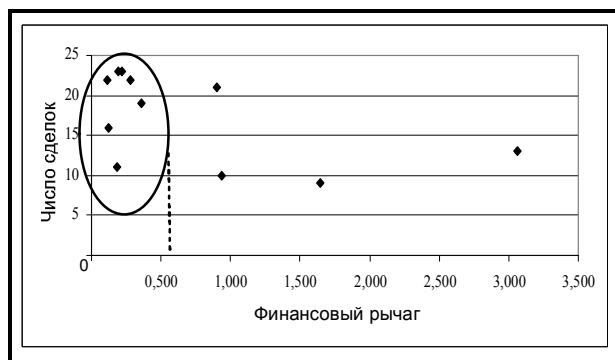


Рис. 6. Соотношение числа сделок слияний и поглощений и финансового рычага в 2004 г.

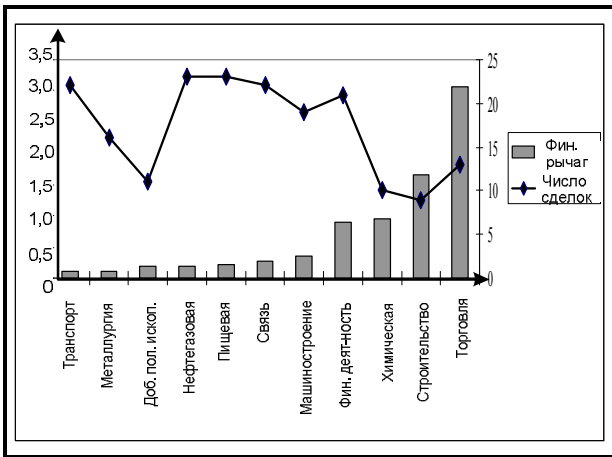


Рис. 7. Взаимосвязь структуры капитала и числа сделок по слияниям и поглощениям в РФ в 2004 г.

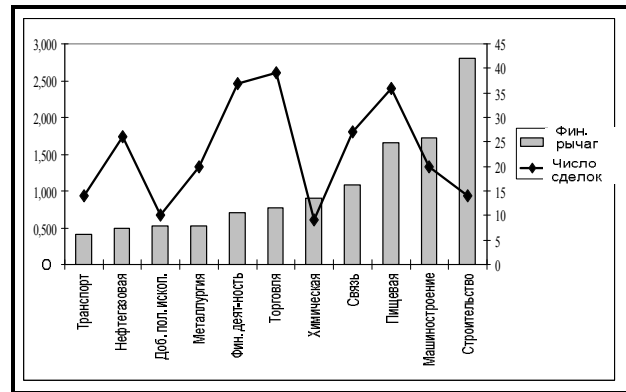


Рис. 11. Взаимосвязь структуры капитала и числа сделок по слияниям и поглощениям в РФ в 2006 г.

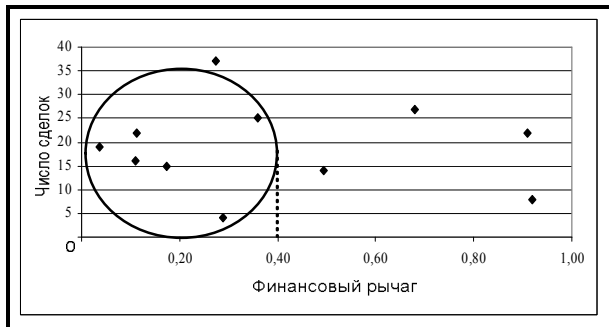


Рис. 8. Соотношение числа сделок слияний и поглощений и финансового рычага в 2005 г.

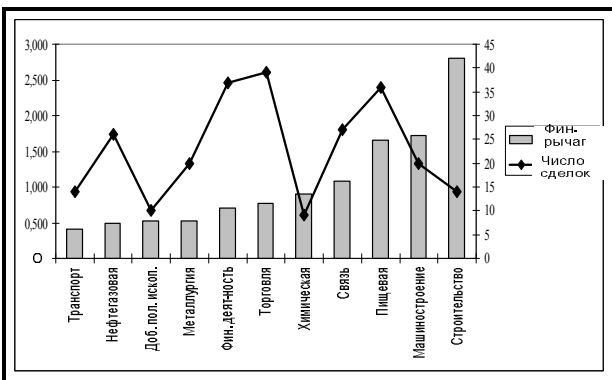


Рис. 9. Взаимосвязь структуры капитала и числа сделок по слияниям и поглощениям в РФ в 2005 г.

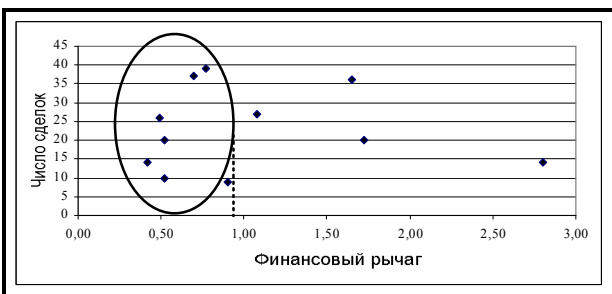


Рис. 10. Соотношение числа сделок слияний и поглощений и финансового рычага в 2006 г.

Выводы

Анализ ежегодного количества сделок по M&A и структуры капитала по отраслям позволяет прийти к следующим нижеперечисленным выводам.

Существует взаимосвязь между финансовым рычагом и активностью по количеству сделок по M&A. Эта зависимость не формализована математически (расчеты показывают, что детерминированной связи нет, присутствует стохастический характер связи), а определяется по преобладающим значениям визуально. Как показывают диаграммы на рис. 6, 8, 10 наибольшее скопление точек («финансовый рычаг / количество сделок») находится в пределах маленького финансового рычага (не превышает 1), следовательно, по абсолютной сумме сделок M&A за каждый год преобладают сделки в отраслях с низкой долей заемного капитала. Эти же выводы позволяют сделать данные, представленные на диаграммах в рис. 7, 9, 11, т.е. наибольшее количество сделок происходило в отраслях с низкой долговой нагрузкой. Следовательно, на практике подтвердились доводы модели Харриса и Равива: с ростом долговой нагрузки корпорации происходит уменьшение вероятности ее поглощения либо со снижением долговой нагрузки корпорации вероятность ее поглощения увеличивается. По данным диаграмм на рис. 7, 9, 11, в 2004 г. самый большой финансовый рычаг был в торговле, количество сделок – 13, что намного меньше, чем в транспортной отрасли – 22, в которой самый маленький финансовый рычаг, в 2005 г. – самый большой рычаг был в отрасли по добыче полезных ископаемых, а количество сделок – 8 меньше, чем в отрасли связи – 19 с наименьшим финансовым рычагом; в 2006 г. большая доля заемного капитала была в отрасли строительства, но по количеству сделок она наравне с транспортной отраслью с самой маленькой долей заемного капитала – (14 против 14), хотя в следующей отрасли по величине финансового рычага после транспортной, нефтегазовой, количество сделок превышает строительную отрасль.

Зависимость сделок M&A и структуры капитала также отражает некоторые структурные процессы в экономике: банкротство «Юкоса» вызвало сильное снижение доли заемного капитала в топливно-энергетическом комплексе. Увеличение финансового рычага и снижение количества сделок M&A свидетельствует о том, что использование заемного капитала в разумных пределах благотворно влияет на развитие компании и обеспечивает ее рост и стабильность, в результате чего вероятность враждебного поглощения снижается. В частности, индикатором благополучного использования заемного капитала выступает эффект финансового рычага. Формализовано эффект финансового рычага состоит из произведения дифференциала и «плеча рычага»: см. формулу (5), где

(I) – дифференциал:

$$(1 - T) * (ROA - RR) ;$$

(II) – «плечо рычага»:

$$\frac{D}{E} .$$

В экономике с развитым финансовым рынком наращивание (II), приведет к падению (I). На величину эффекта финансового рычага влияют два внешних фактора компании: ставка налога на прибыль и средняя стоимость заемного капитала. Между ставкой налога на прибыль и эффектом финансового рычага существует обратная связь: рост ставки снижает эффект финансового рычага. Нестабильность среды снижает склонность компаний к риску и увеличивает требуемую ими ставку доходности (как премия за риск), в результате чего растет стоимость заемного капитала и рентабельность активов. В России эффект $(ROA - RR)$ выше, чем в стабильных экономиках, поэтому эффект финансового рычага с учетом риска выше. Рост эффекта финансового рычага обуславливает также одна из самых низких ставка налога на прибыль (24%, с начала 2009г. введена ставка в размере 20%). Это еще больше усилит эффект финансового рычага и сделает привлекательным привлечение заемного капитала, а кредитование всегда является основой расширенного воспроизводства экономики.

Если следовать модели Харриса и Равива и Шульца, то можно предположить, что в России менеджмент компаний целей либо не использует структуру капитала как инструмент для выкупа обыкновенных голосующих акций, либо доля акций в собственности менеджмента очень мала (что обеспечит успешное тендерное предложение), и он не желает оказывать сопротивление компании-покупателю, либо пассивные акционеры не желают продавать свои акции текущему менеджменту. Это уже дополнительные вопросы, которые подлежат дальнейшему исследованию.

Рассмотрев в таком порядке взаимосвязь структуры капитала и процесса M&A, можно сделать вывод о том, что управление структурой капитала – мощный инструмент для обеспечения стабильного и устойчивого развития компании, на который необходимо обращать внимание текущему менеджменту.

Литература

1. M. Harris, A. Raviv. (1988) Corporate Control Contests and Capital Structure. Journal of Financial Economics. Vol. 20, pp. 55-86;
2. R. Stulz. (1988) Managerial Control of Voting Rights: Financial Policies and the Market for Corporate Control. Journal of Financial Economics. Vol. 20, pp. 25-54;
3. Бриггем Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. 10 – е изд. / Пер. с англ. под ред. Дорофеева Е.А. – Спб.: Питер, 2007;
4. Ванхорн Д., Вахович мл. Д.М. Основы финансового менеджмента, 12-е изд.: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007;
5. Грачев А.В. Финансовая устойчивость предприятия: анализ, оценка и управление: Учебно-практическое пособие. – М.: Изд-во «Дело и Сервис», 2004;
6. Ежегодный статистический сборник (2007г.) // Госкомстат РФ;
7. Журнал «Слияния и поглощения». URL:http://www.m&a-journal.ru;
8. Колягин А., Лимитовский М. Долгосрочная рыночная информация для инвестиционных аналитиков. Совместный проект ГИФА и ВШФМ АНХ // РЦБ. 2004. №7. – С. 46 – 47; 2005. №8. – С. 47 -48; №15. – С. 76; 2006. №6. – С. 44-45;
9. Лисица М.И. Обзор моделей теории структуры капитала и анализ их состоятельности // Финансы и кредит, №9, 2007;
10. Малыгин М. Обратный отсчет // Ведомости от 13.02.2009;
11. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2007;
12. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. – М.: Дело, 2004;
13. Ружанская Н.В. Особенности расчета эффекта финансового рычага в Российской практике финансового менеджмента // Финансовый менеджмент, №6, 2005;
14. Учет и анализ банкротств: Учеб. пособие. – 2-е изд., испр. и доп. / Под ред. И.Г. Кукиной. – М.: Финансы и статистика, 2006.

Ключевые слова

Слияния и поглощения; структура капитала; стоимость компании; финансовый и деловой риски; враждебное поглощение; модели корпоративного контроля; модели Харриса и Равива и Шульца.

Кочетков Евгений Павлович

Русаков Павел Владимирович

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность проблемы. Волна слияний и поглощений (M&A), охватившая США в 80-е года 20-го века, дошла до России, что свидетельствует о возрастании их роли в укреплении экономики страны. Научные исследования, проводимые учеными разных стран, обосновывают различные теории, объясняющие причины этого процесса, которые нуждаются в их подтверждении в условиях российской экономики. С другой стороны, несмотря на падение количества сделок M&A в условиях кризиса, они все равно продолжают осуществляться, что подтверждает их эффективность как инструмента управления бизнесом, следовательно, важно выяснить причины использования такого инструмента.

Научная новизна и практическая значимость. В статье показывается взаимосвязь между процессами M&A и финансовой реструктуризацией, которая при M&A может выступать в трех аспектах: как причина, как цель и как метод защиты от враждебных поглощений. Последняя роль основана на новой теории структуры капитала – модели корпоративного контроля. Практическая значимость отражена в использовании статистического материала по сделкам M&A и по структуре капитала по отраслям в России с целью доказательства выводов теории корпоративного контроля, тем самым дается обоснование причин заключения сделок M&A в условиях России.

Заключение. Работа заслуживает положительной оценки, проблема, рассматриваемая авторами, является актуальной, в достаточной степени проработанной и подтвержденной фактическим материалом, поэтому может быть рекомендована к изданию.

Ряховская А.Н., д.э.н., профессор, заведующая кафедрой «Экономика и антикризисное управление» федерального государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»

3.3. CAPITAL STRUCTURE THEORY AND PRACTICE OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE CONTEXT OF RUSSIA

E.P. Kochetkov, the Competitor;
P.V. Rusakov, the Competitor

Finance Academy Under the Government of the Russian Federation

Despite the drop in the number of transactions in mergers and acquisitions (M & A) in a crisis, they remain an effective tool for business management. In the process of M & A and capital structure there is a close relationship, which is expressed in financial restructuring, i.e., in the process of changing capital structure. Capital structure in the M & A may act in three ways: as the cause, as a goal and as a method of protection from hostile takeover. The latter role of the capital structure is based on a new theory of capital structure – a model of corporate control. This model was tested and confirmed by statistics on M & A in Russia for the period 2004 – 2006 years, what demonstrates the importance of capital structure in business management.

Literature

1. M. Harris, A. Raviv. (1988) Corporate Control Contests and Capital Structure. Journal of Financial Economics. Vol. 20, pp. 55-86.

2. R. Stulz. (1988) Managerial Control of Voting Rights: Financial Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 25-54.
3. Brigham E., Erhardt M. *Financial Management*. 10-th ed. / Edited by Dorofeeva E.A. – SPb.: Piter, 2007.
4. D. Vanhorn, Vahovich ml. D.M. *Fundamentals of Financial Management*, 12-th ed.: Peer. England. – Moscow: «ID Williams», 2007.
5. A.V. Grachev. Financial sustainability of the enterprise: an analysis, evaluation and management: Hands-on training manual. – M.: «Delo and Service», 2004.
6. Annual statistical compendium for 2007 year // Goskomstat of the RF.
7. Magazine «Mergers & acquisitions» (<http://www.m&a-journal.ru>).
8. A. Kolyagin, M. Limitovsky. Long-term market information to investment analysts. The joint project GIFA and VSHFM ANE // *Security market*. 2004. Number 7. – p. 46 – 47, 2005. Number 8. – P, 47 – 48; №15. – p. 76, 2006. Number 6. – p. 44-45.
9. Lisitsa M.I. Overview of the capital structure theory and analysis of their sustainability // *Finances and Credit*, №9, 2007.
10. M. Malykhin. Countdown // *Vedomosti* of 13.02.2009.
11. *Business Valuation: Textbook*, edited by A.G. Gryaznova, M.A. Fedotova. – 2-nd ed., Revised. and add. – M: Finances and Statistics, 2007.
12. N.B. Rudyk. *Corporate capital structure: theory and practice*. – M.: Delo, 2004.
13. N.V. Ruzhanskaya. Features of the calculation of the effect of financial leverage in the Russian practice of financial management // *Financial Management*, №6, 2005.
14. The recording and analysis of bankruptcies: Training allowance. – 2-nd ed., / Edited by I.G. Kukina. – M: Finances and Statistics, 2006.

Keywords

Merges and acquisitions; structure of the capital; value of the company; financial and business risks; hostile acquisitions; models of the corporate control; Harris's and Raviv's model and Stultz's model.