

РЫНОК ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА: «СУПЕРМАРКЕТ» ИЛИ «БАЗАР»?

Реплика на статью Р. Г. Ибрагимова «Влияние нерыночного долгового финансирования на стоимость капитала и ценность компании»

М. А. ЛИМИТОВСКИЙ

Высшая школа финансового менеджмента АНХ

Данная работа является откликом на статью [Ибрагимов, 2007], в которой рассмотрена модель нерыночного долгового финансирования. В данной статье автор polemизирует с предложенной моделью.

Ключевые слова: нерыночный долг, оценка компании.

Для корректной оценки компании и стоимости ее капитала необходимо методологически правильно подойти к вопросу об оценке корпоративного долга. В мире Модильяни–Миллера заемный капитал предоставляется по единой ставке для всех инвесторов, однако в реальности это не так, что порождает эффект субсидированного долга, или «грант-элемент», который влияет на ценность компании и стоимость ее капитала.

Существуют две точки зрения по поводу того, как должен оцениваться этот эффект.

Первая из них отражена, например, в работах [Лимитовский, 2006; Shapiro, 2005; Tham, Velez-Pareja, 2005] и состоит в том, что ценность V компании, ис-

пользующей для финансирования активов долг с процентной ставкой, не соответствующей объективному кредитному рейтингу заемщика, может быть определена по формуле:

$$V = V_0 + VTS + VGE. \quad (1)$$

Таким образом, она складывается из суммы ценности V_0 безрычаговой компании, ценности VTS налогового щита и оценки специфических последствий нерыночного долгового финансирования VGE , добавляющих к ценности компании выгоду от получения долга под более низкую процентную ставку, чем доступно среднему инвестору с таким же кредитным рейтингом, или снижающих ценность компании, пользующейся неадекватно дорогим долгом.

Основываясь на этом представлении, в нашей работе [Лимитовский, 2006] фактически повторена логика Модильяни–Миллера [Modigliani, Miller, 1963] и Р. Хамады [Hamada, 1972] и выведены формулы, позволяющие оценить влияние нерыночного долга на средневзвешенную стоимость капитала, стоимость собственного капитала и систематический риск рычаговой компании.

Так, было показано, что при отсутствии угрозы банкротства можно определить:

- ценность рычаговой компании как

$$V = V_0 + D \left(1 - \frac{K_{dat}}{K_{dm}} \right);$$

- средневзвешенную стоимость капитала как

$$WACC = K_0 \left(w_e + w_d \frac{K_{dat}}{K_{dm}} \right);$$

- стоимость собственного капитала как

$$K_e = K_0 + \frac{D}{E} (K_0 - K_{dm}) \frac{K_{dat}}{K_{dm}};$$

- коэффициент систематического риска собственного капитала как

$$\beta_e = \beta_0 (1 + \eta) - \eta \beta_{dm}, \quad \eta = \frac{K_{dat}}{K_{dm}} \frac{D}{E},$$

где D , E — соответственно, рыночная ценность заемного и собственного капитала; K_0 , K_e , K_{dat} , $WACC$ — соответственно, стоимость капитала безрычаговой компании, собственного капитала, заемного капитала после налогообложения и средневзвешенная стоимость капитала; w_d , w_e — доли заемного и собственного капитала по рыночной оценке в общем капитале компании; β_e , β_0 , β_{dm} — коэффициенты «бета» систематического риска для собственного капитала, капи-

тала безрычаговой компании и заемного капитала.

В статье [Лимитовский, 2006] показывается, что если стоимость долга корпорации совпадает с рыночной оценкой и вводятся допущения модели CAPM, то предложенные выражения превращаются в классические формулы Модильяни–Миллера и Хамады.

Вторая точка зрения, изложенная в статье [Ибрагимов, 2007] опирается на представление, что при долговом финансировании по «контрактной» ставке происходит не добавление выгоды нерыночного финансирования к ценности компании, а перераспределение ценности от кредитора к заемщику, и наоборот. Соответственно, ценность компании представляется классическим выражением:

$$V = V_0 + VTS,$$

и на этой основе выводится ряд формул, действие которых в [Ибрагимов, 2007] иллюстрируется на примере из нашей статьи как аргумент «неправомерности» и ошибочности ее положений.

Не хотелось бы вступать в дискуссию в том духе, в каком это сделано в упомянутой статье Р. Г. Ибрагимова, поэтому ограничусь некоторыми доводами в пользу первой из названных точек зрения, не отвергая вторую, несмотря на некоторую избыточную, на наш взгляд, агрессивность ее преподнесения.

Достаточно развитый финансовый рынок (точнее, рынок заемного капитала) в большинстве случаев устанавливает цену на капитал не под воздействием какого-то одного заемщика, а на основе готовности всей целевой группы заемщиков получать кредиты и займы под заданную ставку. Поэтому финансовые продукты, которые может предложить, например, банк своему заемщику, часто сформированы заранее, и заемщик приходит в банк как в супермаркет, в котором уже

определен ассортимент финансовых продуктов и установлены цены. Причем на этом рынке каждый продукт оценивается по своей справедливой стоимости. Однако подобно тому, как покупатель может купить одинаково полезный товар дороже или дешевле, заемщик может получить неадекватно дорогой для себя долг или, воспользовавшись особыми возможностями, например, как оптовый покупатель, получить скидку. Интуитивно понятно, что при выборе более дешевого долга из приемлемых альтернатив собственник предприятия обогащается, но и кредитор не беднеет, поскольку если он предлагает такую скидку, то она для него выгодна по всему кругу потенциальных клиентов.

Для иллюстрации представим себе, что на рынке существует три финансовых продукта с одинаковыми сроками выплаты, но разной стоимостью, например, 8, 12 и 15%. Почему заемщики, пользующиеся процентной ставкой 15%, не перейдут в категорию 12 или 8%? Потому что на категорию заемщиков со ставкой 15% не налагается столько ограничений в отношении страхования кредитного риска, сколько на заемщиков со ставкой 12%. Иными словами, риск такого кредитора со ставкой 15% в среднем выше. В то же время финансовый продукт со ставкой 8% предлагается лишь определенному типу заемщиков, и проникновение на этот сегмент ограничено жесткими барьерами, зато риски кредитора дополнительно страхуются государством. Таким образом, ставка для каждого кредитора и финансового продукта обусловлена его *усредненным* риском по всему кредитному портфелю потенциальных заемщиков (рациональных и иррациональных) и к моменту получения кредита уже адекватно оценена рынком.

Теперь возьмем среднего заемщика. Он мог бы воспользоваться ставкой 12%. Но при проникновении на сегмент со

ставкой 8% он повысит ценность собственного капитала, а если примет иррациональное решение и, имея доступ к ресурсам под 12%, возьмет на себя обязательства под ставку 15%, то снизит ценность собственного капитала. Изменится ли при этом богатство кредитора? Полагаю, что нет, потому что кредитные продукты уже существовали на рынке заранее и к моменту получения кредита оцениваются по своей истинной стоимости, не зависящей от сделки с конкретным заемщиком. Поэтому ценность долга в таких условиях — это константа, а собственник обогащается или разрушает ценность своего капитала, т. е. ценность компании меняется, что и отражает формула (1). Обратную, но похожую по своей сути, ситуацию мы наблюдаем на рынке облигационных займов, где существуют крупные заемщики и относительно мелкие кредиторы (облигационеры). Если отдельный покупатель приобретает небольшой пакет облигаций, не соответствующих его индивидуальным целям и ограничениям, то это вовсе не означает, что облигации в его индивидуальном портфеле при этом подорожают по причине трансферта ценности от кредитора к заемщику.

В своей статье Р. Г. Ибрагимов задает вопрос о том, за счет какого источника повышается ценность компании при принятии рационального финансового решения. Однако обогащение возможно не только за счет кого-то или в ущерб кому-то. При принятии как инвестиционных, так и финансовых решений прирост ценности возникает из выбора наиболее ценной из имеющихся альтернатив, приемлемых для всех заинтересованных сторон.

Следует признать, что в отдельных случаях, когда сделка является договорной и отражает результат переговоров двух сторон, по крайней мере одна из которых не очень информирована и/или

квалифицированна, трансферт ценности, о котором говорит Р. Г. Ибрагимов, конечно, может иметь место. Но насколько правомерно при этом вести речь о повышении ценности компании V как о цели финансового менеджмента, и не следует ли перейти к максимизации ценности именно собственного капитала?

В заключение следует отметить, что в основе каждой из двух упомянутых точек зрения лежит определенное представление о рынке, на котором взаимо-

действуют кредитор и заемщик. И если этот рынок больше напоминает стихийный восточный базар с большим диапазоном возможных договорных цен, то более адекватна вторая точка зрения, представленная в статье [Ибрагимов, 2007]. В случае, когда рынок относительно цивилизован, сегментирован и цены предложения на нем отражают риск кредитора, первая концепция, изложенная в статье [Лимитовский, 2006], представляется более правильной.

ЛИТЕРАТУРА

- Ибрагимов Р. Г. 2007. Влияние нерыночного долгового финансирования на стоимость капитала и ценность компании. *Российский журнал менеджмента* 5 (1): 67–84.
- Лимитовский М. А. 2006. Модель влияния структуры капитала на ценность компании, основанная на реалистических допущениях. *Корпоративный финансовый менеджмент* (1): 36–48.
- Namada R. 1972. The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *Journal of Finance* 27 (2): 435–452.
- Modigliani F., Miller M. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53 (3): 433–443.
- Shapiro A. C. 2005. *Capital Budgeting and Investment Analysis*. Pearson Prentice Hall.
- Tham J., Velez-Pareja I. 2005. *With Subsidized Debt How Do We Adjust the WACC?* Social Science Research Network, Paper No. 680921.

Статья поступила в редакцию
10 декабря 2007 г.