

Отражение дополнительной эмиссии акций и долга в процессе стоимостной оценки акций и планирования параметров эмиссии *

Ю.В. Козырь

ведущий научный сотрудник Центрального экономико-математического института Российской академии наук, председатель Экспертного совета Российского общества оценщиков, доктор экономических наук (г. Москва)

Юрий Васильевич Козырь, kozyr65@rambler.ru

Оценка стоимости акций при наличии информации о готовящейся дополнительной эмиссии: применение метода дисконтированных денежных потоков

Рассмотрим процедуру оценки стоимости существующего пакета акций в ситуации, когда стало известно, что в определенный момент прогнозного периода (*отстоящий от момента оценки на период, продолжительностью которого нельзя пренебречь*) менеджеры компании планируют осуществление допэмиссии акций. Формальные требования соответствующего законодательства оставим за рамками настоящей статьи, рассмотрим лишь «экономику» этого вопроса. При наличии информации о том, что в обозримом будущем компания планирует осуществить допэмиссию, а *объем этой эмиссии сравнительно велик (но все же существенно меньше размещенного ранее капитала акционеров)*, при осуществлении неформальной оценки фактор допэмиссии может быть учтен следующим образом.

1. Сначала следует сделать предположение относительно вариантов использования средств, привлеченных в результате осуществления допэмиссии. Например, можно предположить, что привлеченные от допэмиссии денежные средства будут инвестированы в основной бизнес компании, а не выплачены сразу в качестве дивидендов прежним акционерам.

2. Далее необходимо сделать предположение о составе акционеров – приобретателей акций допэмиссии. Например, можно предположить, что владелец оцениваемого пакета акций будет или не будет приобретать дополнительные акции из размещаемой допэмиссии.

3. В случае если в прогнозируемом периоде планируется осуществить лишь одну допэмиссию, следует скорректировать затраты на привлечение акционерного капитала (ставку дисконтирования) по следующему алгоритму:

1) определяется, насколько изменится альтернативная стоимость заемного капитала при изменении уровня долговой нагрузки (r_{DA}). Обычно при снижении долговой нагрузки альтернативная стоимость заемного капитала снижается;

2) в соответствии со вторым постулатом Модильяни-Миллера проводится оценка скорректированных затрат на привлечение собственного капитала компании с новым коэффициентом долговой нагрузки:

$$r_{adj} = R + (R - r_{DA}) \frac{D}{E + M}, \quad (21)$$

* Окончание. Начало см.: Имущественные отношения в Российской Федерации. 2017. № 4.

где r_{adj} – скорректированные затраты на привлечение (альтернативная стоимость) акционерного капитала при отношении долга к собственному капиталу на уровне $D / (E + M)$;

D – рыночная стоимость заемного капитала после осуществления допэмиссии (то есть в общем случае с учетом возможностей изменения не только затрат на привлечение долгового финансирования, но и общей суммы долга, если он изменится);

E – рыночная стоимость акционерного капитала до осуществления допэмиссии;

M – объем привлеченных в результате допэмиссии средств;

R – альтернативные издержки привлечения капитала компании (определяются исключительно параметрами присущей бизнесу степени риска без учета долговой нагрузки);

r_{DA} – затраты на привлечение (альтернативная стоимость) заемного капитала при изменении отношения долга к собственному капиталу до уровня $D / (E + M)$.

4. Стоимость оцениваемого пакета акций, принадлежащего прежним акционерам¹, определяется как приведенная сумма приходящихся на них денежных потоков за период от даты оценки до момента допэмиссии и потоков, приходящихся на долю прежних акционеров за период после допэмиссии акций:

$$V_{fs} = sh_0 \times \left[\sum_{i=1}^k \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} - \frac{EE}{(1+r_f)^k} + \frac{M}{(1+r_f)^k} \right] + sh_A \times \left[\sum_{i=k+1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r_{adj})^i} + \frac{TV}{(1+r_{adj})^n} \right], \quad (22)$$

где V_{fs} – стоимость оцениваемого пакета акций, принадлежащего прежним («старым») акционерам до осуществления допэмиссии;

sh_0 – доля акционерного капитала, принадлежавшая владельцам оцениваемого пакета акций до осуществления допэмиссии акций;

$FCFE_i$ – денежные потоки акционеров в i -м периоде²;

r – ставка дисконтирования, применимая к потокам акционеров до проведения допэмиссии акций (затраты на привлечение акционерного капитала до осуществления допэмиссии);

EE – эмиссионные издержки, связанные с расходами на выпуск и размещение новых акций;

k – момент (период) размещения дополнительно эмитируемых акций;

sh_A – доля акционерного капитала, принадлежащая владельцам оцениваемого пакета акций после осуществления дополнительной эмиссии акций ($sh_A < sh_0$);

n – номер последнего года прогнозного периода;

r_f – безрисковая ставка дисконтирования;

r_{adj} – ставка дисконтирования, применимая к потокам акционеров после проведения допэмиссии акций;

TV – терминальная стоимость акционерного капитала, формируемая потоками доходов постпрогнозного периода.

Если при оценке стоимости пакета акций акцент делается не на количестве акций, а на доле участия в капитале, то вместо формулы (22) следует использовать другую рас-

¹ Здесь следует сделать важное уточнение: объектом оценки в рамках приведенного далее способа оценки является пакет акций, характеризуемый их количеством (числом, штуками), а не долей участия в уставном капитале. Выделение такого объекта оценки целесообразно в случаях, когда владельцы оцениваемого пакета акций не планируют приобретение дополнительно эмитируемых акций.

² Отметим, что в соответствии с выражениями (22) и (23) в акционерных потоках k -го периода не учитываются затраты на эмиссию, поскольку в этих формулах они представлены отдельно компонентой EE .

четную модель ³:

$$V_{fs} = sh_0 \times \left[\sum_{i=1}^k \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} - \frac{EE}{(1+r_f)^k} - \frac{M}{(1+r_f)^k} + \sum_{i=k+1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r_{adj})^i} + \frac{TV}{(1+r_{adj})^n} \right], \quad (23)$$

где обозначения соответствуют ранее указанным.

Для расчета приведенной суммы денежных потоков за период после проведения допэмиссии следует построить скорректированный прогноз движения денежных средств акционеров от момента начала проведения допэмиссии до момента окончания прогнозного периода. Если «старые» акционеры не планируют выкупать дополнительно размещаемые акции или же объектом оценки является определенное количество ранее размещенных акций, то в период осуществления допэмиссии можно обоснованно ожидать увеличения денежных потоков на величину денежных средств, вырученных в результате размещения этих акций, но взамен в последующих периодах необходимо принимать во внимание снижение доли доходов, приходящихся на эти акции. Корректировки, отражающие факт допэмиссии, также должны учитывать возможные изменения суммарных потоков компании, обусловленные изменением рентабельности новых инвестиций, привлеченных в процессе допэмиссии. Напротив, если «старые» акционеры выкупят весь объем дополнительно эмитированных акций, то их инвестиции сначала вызовут отток денежных средств, направленных на выкуп этих акций, но взамен в последующие периоды вся прибыль от дополнительно инвестированных средств им же и достанется.

Представленные две схемы оценочных расчетов в соответствии с выражениями (22) и (23) можно адаптировать для оценок стоимости одной акции, учитывающих намеченную допэмиссию. Для этого необходимо учесть, что стоимость оцениваемого пакета акций (V_{fs}) должна равняться произведению рыночной стоимости одной акции (v_1) на общее количество акций в составе оцениваемого пакета ($V_{fs} = v_1 \times N_0$), а объем привлеченных в результате допэмиссии средств (M) должен быть равным произведению рыночной стоимости одной акции на объем (количество) дополнительно эмитированных акций ($M = v_1 \times N_{ad}$). Подстановка в выражение (22) указанных значений для V_{fs} и M приведет к следующему выражению для расчета ожидаемой стоимости одной акции с применением модели дисконтированных денежных потоков, учитывающей ожидаемые последствия намеченной допэмиссии:

$$v_1 = \frac{sh_0 \times \left[\sum_{i=1}^k \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} - \frac{EE}{(1+r_f)^k} \right] + sh_A \times \left[\sum_{i=k+1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r_{adj})^i} + \frac{TV}{(1+r_{adj})^n} \right]}{N_0 - \frac{N_{ad} sh_0}{(1+r_f)^k}}, \quad (24)$$

где обозначения соответствуют ранее указанным.

Отметим, что выражение (24), так же как выражение (22), целесообразно применять в случаях, когда владелец оцениваемой акции или оцениваемого пакета акций не планирует приобретение дополнительно эмитируемых акций.

Аналогично, проведя указанные замены V_{fs} и M в выражение (23), получим следующее выражение для расчета ожидаемой стоимости одной акции с применением модели дис-

³ Эту расчетную модель следует применять, когда владельцы оцениваемого пакета акций планируют выкупить дополнительно эмитируемые акции в размере, пропорциональном доле их участия в капитале компании, сложившейся до осуществления допэмиссии.

континированных денежных потоков, учитывающей ожидаемые последствия намеченной допэмиссии:

$$V_1 = \frac{sh_0 \times \left[\sum_{i=1}^k \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} - \frac{EE}{(1+r_f)^k} + \sum_{i=k+1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r_{adj})^i} + \frac{TV}{(1+r_{adj})^n} \right]}{N_0 - \frac{N_{ad} sh_0}{(1+r_f)^k}}, \quad (25)$$

где обозначения соответствуют ранее указанным.

Отметим, что выражение (25), так же как выражение (23), целесообразно применять в случаях, когда владелец оцениваемой акции или оцениваемого пакета акций планирует выкупить дополнительно эмитируемые акции в размере, пропорциональном доле своего участия в капитале компании, сложившейся (зафиксированной) до осуществления допэмиссии.

Следует отметить, что поступление информации о проведении допэмиссии может вызывать определенное изменение стоимости акций. Если предположить, что рентабельность размещения привлеченных от допэмиссии денежных средств окажется равной рентабельности ранее инвестированного капитала компании, а также то, что объем планируемой эмиссии сравнительно невелик, таким сигнальным эффектом⁴ обычно можно пренебречь.

В случаях когда компания планирует осуществить серьезный сдвиг в структуре капитала (например планируется объем допэмиссии, сопоставимой или превышающей ранее размещенный капитал акционеров, или полное погашение имеющегося долга), модель, основанная на дисконтировании потоков компании по средневзвешенной стоимости капитала, перестает работать. В подобных случаях следует пользоваться методом скорректированной приведенной стоимости (adjusted present value – APV), разработанным Стюартом Майерсом в 1974 году (см. [1, 2]).

Оценка стоимости акций при дополнительной эмиссии: применение модели добавленной акционерной стоимости

Рассмотрим случай, когда акционерный капитал компании состоит только из обыкновенных акций и планируется допэмиссия обыкновенных акций. Пусть до осуществления дополнительной эмиссии стоимость акционерного капитала компании составляла:

$$V_{E0} = p_0 N_0,$$

где p_0 – рыночная стоимость одной акции;

N_0 – общее количество акций.

Предположим, что акционерам поступило предложение от инвестора (инвесторов) о расширении бизнеса. Инвестор готов инвестировать сумму M . Размер доли инвестора может

⁴ Сигнальный эффект – эффект изменения биржевых цен акций, обусловленный информацией о готовящейся допэмиссии. Обычно в результате этого эффекта цена акций эмитента, готовящего допэмиссию, снижается (если акции котируются на рынке) в силу того, что типичный потенциальный покупатель акций этой компании думает примерно так: «если основные акционеры и топ-менеджеры компании хотят это сделать, значит, они, обладая всей внутренней информацией о положении компании, решили, что текущая рыночная цена выше внутренней стоимости компании, в силу чего им имеет смысл, пользуясь случаем, снизить размер своего участия в компании. Если это так, значит, мне нецелесообразно покупать эти акции по текущей рыночной цене. А если и покупать, то только с дисконтом к рынку».

быть определен с помощью выражения (11). Как уже указывалось, в зависимости от ожидаемого экономического эффекта допэмиссии и решения о количестве вновь эмитируемых акций рыночная стоимость акций компании после допэмиссии может измениться ($p_{fin} \neq p_0$) или остаться неизменной ($p_{fin} = p_0$). При этом при наличии оснований для ожидания существенного экономического эффекта от привлеченных в результате допэмиссии денежных средств расчетное значение величины рыночной стоимости акционерного капитала после проведения допэмиссии может быть получено с помощью модели *добавленной акционерной стоимости*:

$$V_{EA} = V_{EO} + M \left[1 + \sum_{i=1}^m \frac{ROE_i - r_e}{(1 + r_e)^i} \right], \quad (26)$$

где V_{EA} – рыночная стоимость акционерного капитала после проведения допэмиссии;

V_{EO} – рыночная стоимость акционерного капитала до проведения допэмиссии;

ROE_i – рентабельность акционерного капитала в i -м периоде;

r_e – альтернативные затраты на привлечение акционерного капитала;

m – период, в течение которого ожидается выполнение условия: $ROE_i \geq r_e$.

Теперь предположим следующее: у оценщика есть основания полагать, что в будущем соотношение рентабельности привлекаемого акционерного капитала к его альтернативной стоимости будет долго оставаться на неизменном уровне, равном ROE_n / r_{en} , и, кроме того, объем дополнительной эмиссии не слишком велик. При выполнении этих условий становится возможным применение модели *капитализации добавленной акционерной стоимости* (или *модель капитализации экономической прибыли акционеров*). В этом случае равенство (26) может быть расширено и приведено к следующему виду:

$$V_{EA} = V_{EO} + M \frac{ROE_n}{r_{en}} = p_0 N_0 + M \frac{ROE_n}{r_{en}} = (E_0 + M) \left\langle \frac{ROE}{r_e} \right\rangle, \quad (27)$$

где E_0 – фактически инвестированный «старыми» акционерами капитал;

$\left\langle \frac{ROE}{r_e} \right\rangle$ – средневзвешенное (по объему капитала «старых» и новых акционеров) от-

ношение рентабельности акционерного капитала к затратам на его привлечение.

Связь показателя с ожидаемой рентабельностью ранее размещенного акционерного капитала (ROE_0), затратами на капитал (r_{e0}), рыночной стоимостью одной акции (p_0) и количеством ранее размещенных акций (N_0) следующая:

$$E_0 = p_0 N_0 r_{e0} / ROE_0. \quad (28)$$

Показатель $\langle ROE / r_e \rangle$ рассчитывается следующим образом:

$$\left\langle \frac{ROE}{r_e} \right\rangle = \frac{E_0}{E_0 + M} \times \frac{ROE_0}{r_{e0}} + \frac{M}{E_0 + M} \times \frac{ROE_n}{r_{en}}. \quad (29)$$

С учетом выражений (26) и (27) рассмотрим условия, при которых стоимость акций после дополнительной эмиссии останется неизменной или претерпит изменения.

Условия изменения и неизменности стоимости одной акции при дополнительной эмиссии

Вернемся к выражениям (26) и (27) и запишем их в несколько измененной форме. Для выражения (26) имеем:

$$V_{EA} = p_0 N_0 + M \left[1 + \sum_{i=1}^m \frac{ROE_i - r_e}{(1 + r_e)^i} \right] = p_{fin} (N_0 + N_{ad}) = (p_0 + \Delta p) (N_0 + N_{ad}), \quad (30)$$

где Δp – величина изменения стоимости одной акции, обусловленная проведением допэмиссии;

p_{fin} – рыночная стоимость одной акции после размещения дополнительно эмитированных акций.

Отсюда следует:

$$p_{fin} = \frac{p_0 N_0 + M \left[1 + \sum_{i=1}^m \frac{ROE_i - r_e}{(1 + r_e)^i} \right]}{N_0 + N_{ad}}, \quad (31)$$

$$\Delta p = \frac{M \left[1 + \sum_{i=1}^m \frac{ROE_i - r_e}{(1 + r_e)^i} \right] - p_0 N_{ad}}{N_0 + N_{ad}}. \quad (32)$$

Для выражения (27) имеем:

$$V_{EA} = p_0 N_0 + M \frac{ROE_n}{r_{en}} = p_{fin} (N_0 + N_{ad}) = (p_0 + \Delta p) (N_0 + N_{ad}), \quad (33)$$

где Δp – величина изменения стоимости одной акции, обусловленная проведением допэмиссии;

p_{fin} – рыночная стоимость одной акции после размещения дополнительно эмитированных акций.

Отсюда следует:

$$p_{fin} = \frac{p_0 N_0 + M \frac{ROE_n}{r_{en}}}{N_0 + N_{ad}}; \quad (34)$$

$$\Delta p = \frac{M \frac{ROE_n}{r_{en}} - p_0 N_{ad}}{N_0 + N_{ad}}. \quad (35)$$

Из выражений (32) и (35) следует, что для неизменности стоимости одной акции после проведения допэмиссии количество эмитируемых акций (N_{ad}) должно составлять соответственно:

$$N_{ad} = \frac{M \left[1 + \sum_{i=1}^m \frac{ROE_i - r_e}{(1 + r_e)^i} \right]}{p_0}, \quad (36)$$

$$N_{ad} = \frac{M(ROE_n / r_{en})}{p_0}. \quad (37)$$

При несоблюдении приведенных условий стоимость одной акции при осуществлении дополнительной эмиссии должна измениться.

Определение количества эмитируемых акций

Ранее мы уже определили способ расчета количества размещаемых акций при известном их количестве и доле участия в капитале новых акционеров-инвесторов (см. выражение (20)). Теперь определим количество эмитируемых акций при известных остальных параметрах. Для этого с помощью выражений (31) и (34) получим необходимый параметр (N_{ad}) в явном виде.

При применении модели добавленной акционерной стоимости необходимое для дополнительной эмиссии количество акций определим из выражения (31):

$$N_{ad} = \frac{(p_0 - p_{fin}) N_0 + M \left[1 + \sum_{i=1}^m \frac{ROE_i - r_e}{(1 + r_e)^i} \right]}{p_{fin}}. \quad (38)$$

При применении модели капитализации экономической прибыли акционеров необходимое для дополнительной эмиссии количество акций определим из выражения (34):

$$N_{ad} = \frac{(p_0 - p_{fin}) N_0 + M \frac{ROE_n}{r_{en}}}{p_{fin}}. \quad (39)$$

ПРИМЕР

Условия и постановка задачи

Пусть до момента проведения допэмиссии акционерный капитал компании состоял из $N_0 = 100$ обыкновенных акций. Рыночная стоимость одной акции (p_0) составляла 1,5 условной единицы (далее – у. е.). Инвесторы готовы инвестировать $M = 50$ у. е. в новую бизнес-линию компании. Ожидаемые рентабельность этого инвестированного капитала и затраты на капитал составляют: $ROE_n = 30\%$, $r_{en} = 15\%$.

Необходимо определить стоимость акционерного капитала расширенной (после допэмиссии) компании (V_{EA}), размер доли новых акционеров в ее уставном капитале (Sh_n), количество эмитируемых акций (N_{ad}), а также стоимость одной акции после осуществления допэмиссии (p_{fin}).

Решение

Пусть имеются все основания для применения модели капитализации добавленной акционерной прибыли. Тогда в соответствии с выражением (33) стоимость акционерного капитала расширенной компании составит:

$$V_{EA} = p_0 N_0 + M \frac{ROE_n}{r_{en}} = 1,5 \times 100 + 50 \times \frac{0,3}{0,15} = 250 \text{ у. е.}$$

Для определения доли новых акционеров необходимо знать количество акций, которые им предоставят возможность выкупить. Конечно, если стороны каким-то образом сразу договорились об этом (то есть определили ее эмпирически), то вопрос количества эмитируемых в пользу новых акционеров решится просто – по формуле (12).

Например, если стороны определили размер доли новых акционеров по формуле (11): $Sh_n = 50 / (1,5 \times 100 + 50) = 0,25$, то, как следует из выражения (20), в пользу новых акционеров необходимо эмитировать:

$$N_{ad} = 0,25 / (1 - 0,25) \times 100 = 33 \text{ акции.}$$

В этом случае стоимость одной акции составит:

$$p_{fin} = V_{EA} / (N_0 + N_{ad}) = 250 / (100 + 33) = 1,88 \text{ у. е.}$$

Заметим, что если бы не было оснований ожидать двукратного превышения доходности привлеченного в результате допэмиссии акционерного капитала (по условиям примера – 0,3) над затратами на привлечение капитала (по условиям примера – 0,15), то величина рыночной стоимости акционерного капитала могла бы оцениваться иначе: $150 + 50 = 200 \text{ у. е.}$, а стоимость одной акции – $200 / (100 + 33) = 1,5 \text{ у. е.}$, то есть в этом случае стоимость одной акции осталась бы неизменной⁵.

Отметим также, что при планировании параметров допэмиссии акционеры попутно могут рассматривать иные задачи (например снизить или повысить стоимость одной акции). Для этого необходимо проработать несколько возможных вариантов. Алгоритмы, предложенные в настоящей работе, позволяют рассмотреть, как минимум, два таких варианта.

1. Предположим, что акционеры хотят, чтобы в результате дополнительной эмиссии рыночная стоимость одной акции осталась практически неизменной. В этом случае при приведенных нами условиях необходимое для допэмиссии количество акций следует определять согласно выражению (37):

$$N_{ad} = \frac{M \frac{ROE_n}{r_{en}}}{p_0} = \frac{50 \times \frac{0,3}{0,15}}{1,5} = 67 \text{ шт.}$$

В этом случае цена выкупа новыми акционерами дополнительно эмитированных акций должна составить:

$$50 \text{ у. е.} / 67 = 0,75 \text{ у. е.}$$

При таком сценарии стоимость одной акции после проведения допэмиссии составит:

$p_{fin} = V_{EA} / (N_0 + N_{ad}) = 250 / (100 + 67) = 1,5 \text{ у. е.}$ (с учетом погрешности определения N_n), то есть не изменится, как и хотели акционеры.

⁵ В связи с этим для участников рынка, не обладающих информацией об ожидаемой доходности инвестирования привлеченных от допэмиссии средств, самой простой является рекомендация приобретать акции по текущим рыночным либо более низким ценам.

Зная количество акций, доставшихся новым и «старым» акционерам, определим их доли и стоимости.

В соответствии с выражением (11) доля новых акционеров составит:

$$Sh_n = N_{ns} / (N_0 + N_{ad}) = 50 / (100 + 67) = 0,4 = 40\%.$$

Стоимость этой доли составит:

$$V_{ns} = p_0 N_0 = Sh_n \times V_{EA} = 1,5 \times 67 = 0,4 \times 250 = 100 \text{ у. е.}$$

Соответственно, доля «старых» акционеров будет равна:

$$1 - 0,4 = 0,6.$$

А ее стоимость составит:

$V_{fs} = p_0(N_0 + N_{fs}) = (1 - Sh_n)V_{EA} = 1,5 \times 100 = 0,6 \times 250 = 150 \text{ у. е.}$ (стоимость суммы долей, разумеется, равна стоимости 100-процентной доли – 250 у. е.).

Теперь предположим, что акционеры планируют увеличить стоимость своих акций до 1,75 у. е. за каждую акцию. В этом случае необходимое для допэмиссии количество акций следует определять согласно выражению (39):

$$N_{ad} = \frac{(p_0 - p_{fin})N_0 + M \frac{ROE_n}{r_{en}}}{p_{fin}} = \frac{(1,5 - 1,75) \times 100 + 50 \times \frac{0,3}{0,15}}{1,75} \approx 43 \text{ шт.}$$

В этом случае цена выкупа новыми акционерами дополнительно эмитированных акций будет следующей:

$$50 \text{ у. е.} / 43 = 1,16 \text{ у. е.}$$

При таком сценарии стоимость одной акции после проведения допэмиссии составит:

$$p_{fin} = \frac{V_{EA}}{N_0 + N_{ad}} = \frac{250}{100 + 43} = 1,75 \text{ у. е.}$$

(с учетом погрешности определения N_n), то есть повысится до намеченного уровня.

Зная количество акций, доставшихся новым акционерам, определим их долю и стоимость.

В соответствии с выражением (11) доля новых акционеров составит:

$$Sh_n = N_{ad} / (N_0 + N_{ad}) = 43 / (100 + 43) = 0,3 = 30\%.$$

Стоимость этой доли будет равна:

$$V_{ns} = p_{fin} \times N_{ad} = Sh_n \times V_{EA} = 1,75 \times 43 = 0,3 \times 250 = 75 \text{ у. е.}$$

Соответственно, доля «старых» акционеров будет равна:

$$1 - 0,3 = 0,7.$$

А ее стоимость составит:

$V_{fs} = p_{fin} \times N_0 = (1 - Sh_n) V_{EA} = 1,75 \times 100 = 0,7 \times 250 = 175$ у. е. (сумма долей, разумеется, равна 100-процентной доле – 250 у. е.).

Приведенный пример наглядно демонстрирует возможности и ограниченность манипуляций с объемом эмитируемых акций.

Оценка акционерного капитала при эмиссии долговых обязательств

В процессе осуществления допэмиссии акций изменяется структура капитала компании – увеличивается доля акционерного капитала (при неизменной сумме долговых обязательств) либо, иначе говоря, снижается доля долговых обязательств. Обратное происходит, когда компания осуществляет эмиссию долговых обязательств или погашает долг – в структуре ее капитала изменяется доля долга.

Рассмотрим подробнее возможные способы оценки акционерного капитала при существенном изменении долговых обязательств. Далее представлены несколько типовых ситуаций и соответствующие схемы расчетов.

1. Если ожидается, что структура капитала компании будет изменяться один раз вследствие наращивания долговых обязательств, при этом от момента оценки t_0 до момента t_1 у компании будет полностью отсутствовать процентный долг, то оценка может осуществляться по следующей схеме:

$$V_E = V_E(t_0, t_1) + V(t_1, \infty) = \sum_{i=1}^{t_1} \frac{FCFE_i}{(1+r_e)^{i-0,5}} + \frac{\sum_{i=t_1+1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^{i-0,5}} - Debt(t_1)}{(1+i)^{t_1}}, \quad (40)$$

где V_E – стоимость акционерного капитала компании;

$V_E(t_0, t_1)$ – стоимость акционерного капитала компании, формируемая денежными потоками акционеров за период $(t_0 - t_1)$;

$V_E(t_1, \infty)$ – стоимость акционерного капитала компании, формируемая денежными потоками акционеров после периода t_1 ;

t_1 – момент времени, когда акционеры берут долг в размере $Debt(t_1)$;

r_e – затраты на привлечение капитала акционеров;

$WACC$ – номинальная средневзвешенная стоимость капитала после момента t_1 , когда процентный долг компании, как ожидается, будет на уровне $Debt(t_1)$;

i – ожидаемый уровень инфляции за период (t_0, t_1) ;

$FCFE_i$ – сумма денежных потоков акционеров компании в i -м периоде;

$FCFF_i$ – сумма номинальных денежных потоков акционеров и заемщиков компании в i -м периоде.

2. Если ожидается, что структура капитала компании будет изменяться один раз вследствие наращивания долговых обязательств, при этом от момента оценки t_0 до момента t_1 долг компании будет составлять величину $Debt(t_1)$, а в момент t_1 станет равным $Debt(t_2)$,

то оценка может проводиться по следующей схеме:

$$V_E = V_E(t_0, t_1) + V_E(t_1, \infty) = \sum_{i=1}^{t_1} \frac{FCFF_i}{(1+WACC_1)^{i-0,5}} - Debt(t_1) + \frac{\sum_{i=t_1+1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{(1+WACC_2)^{i-0,5}} - Debt(t_2)}{(1+i)^{t_1}}, \quad (41)$$

где $WACC_1$ – средневзвешенные затраты на капитал при уровне долга $Debt(t_1)$;
 $WACC_2$ – средневзвешенные затраты на капитал при уровне долга $Debt(t_2)$.

3. Если ожидается, что структура капитала компании будет изменяться два раза вследствие наращивания долговых обязательств, при этом от момента оценки t_0 до момента t_1 у компании будет полностью отсутствовать процентный долг, в момент t_1 компания привлечет долговые обязательства на сумму $Debt(t_1)$, а в момент t_2 сумма процентных обязательств станет равна $Debt(t_2)$, то оценка может проводиться по следующей схеме:

$$\begin{aligned} V_E &= V_E(t_0, t_1) + V_E(t_1, t_2) + V_E(t_2, \infty) = \\ &= \sum_{i=1}^{t_1} \frac{FCFE_i}{(1+r_e)^{i-0,5}} + \frac{\sum_{i=t_1+1}^{t_2} \frac{FCFF_i}{(1+WACC_1)^{i-0,5}} - Debt(t_1)}{(1+i_1)^{t_1}} + \frac{\sum_{i=t_2+1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{(1+WACC_2)^{i-0,5}} - Debt(t_2)}{(1+i_1)^{t_1} (1+i_2)^{t_2-t_1}}, \end{aligned} \quad (42)$$

где $V_E(t_1, t_2)$ – стоимость акционерного капитала компании, формируемая денежными потоками акционеров за период $t_1 - t_2$;

t_2 – момент времени, когда процентный долг акционеров становится $Debt(t_2)$;

i_1 – ожидаемый уровень инфляции за период (t_0, t_1) ;

i_2 – ожидаемый уровень инфляции за период (t_1, t_2) ;

$WACC_1$ – средневзвешенные затраты на капитал при уровне долга $Debt(t_1)$;

$WACC_2$ – средневзвешенные затраты на капитал при уровне долга $Debt(t_2)$.

Предварительные выводы

Если в процессе допэмиссии привлекаются денежные средства в объеме M , то в соответствии с выражением (37) в общем случае рыночная стоимость одной акции компании может измениться. Стоимость не изменится лишь при выполнении следующего условия ⁶:

$$\frac{M}{N_{ad}} \times \frac{ROE_n}{r_{en}} = p_0. \quad (43)$$

Во всех остальных случаях стоимость одной акции изменится.

Если привлекаемые активы не являются денежными средствами, то в общем случае их рыночная стоимость будет отличаться от инвестиционной стоимости, определяемой в соответствии со значением компоненты (ROE_n / r_{en}) . Именно поэтому инвестирование неденежных активов (оформляемое посредством их внесения в уставный и добавочный капиталы компании) обычно изменяет стоимость одной акции. Неизменность стоимости одной акции обеспечивается лишь в случае равенства рыночной стоимости неденежных активов их инвестиционной стоимости, что достигается при равенстве компоненты (ROE_n / r_{en}) единице или когда оценка рыночной стоимости неденежного актива осуществлялась на основе одного лишь доходного подхода, в рамках которого была учтена компонента (ROE_n / r_{en}) .

⁶ Это следует из выражения (37).

С учетом возможностей инвестирования *денежных средств их инвестиционная стоимость* ⁷ может отличаться от *текущей рыночной* стоимости (равной их номиналу), определенной без учета таких возможностей, поэтому все зависит от того, что понимать под рыночной стоимостью акций – их стоимость, определенную без учета влияния последствий запланированной допэмиссии, или с учетом этих последствий. Если решение о проведении допэмиссии принято и реализация этого решения – дело ближайшего времени, то с экономической точки зрения последствия допэмиссии следует учитывать.

Еще одним моментом, на который следует обратить внимание, является воздействие информации о планируемой дополнительной эмиссии на текущую стоимость уже выпущенных акций ⁸. Поскольку информация о готовящейся допэмиссии распространяется не мгновенно и операторы рынка обладают асимметричной информацией на этот счет, котировки предварительно размещенных акций могут изменяться – сначала скачкообразно (в зависимости от степени информированности и интерпретации этой информации наиболее информированными инвесторами), а затем все более плавно (в зависимости от доминирующей интерпретации участников рынка этой информации) в течение всего периода с момента объявления эмитентом соответствующего информационного сообщения до выпуска и размещения дополнительных акций.

Заключение

С учетом того, что условия функционирования компании-эмитента, количество ее акций и акционеров изменяются в течение периода выпуска и размещения дополнительных акций, довольно сложно сделать однозначный вывод о соотношении между ценой размещения новых акций и стоимостью ранее выпущенных акций на заданный момент времени. При осуществлении допэмиссии эмитентом, акции которого не котируются на бирже, никто из сторонних наблюдателей не может с определенной уверенностью сказать, как именно соотносится цена размещения новых акций со стоимостью ранее выпущенных акций ⁹.

При осуществлении допэмиссии эмитентом, акции которого котируются на бирже, цены (и котировки) ранее размещенных акций корректируются в период от момента объявления о предстоящей допэмиссии до ее фактического осуществления. В связи с этим к моменту осуществления допэмиссии текущие рыночные цены ранее размещенных акций фактически уже абсорбируют ее влияние.

Принимая во внимание указанные факторы, можно сделать вывод о том, что практический учет возможных изменений цен на акции при ожидаемой допэмиссии акций или долга должен учитываться в следующих случаях:

- планируется значительный объем эмиссии некотирующихся акций и при этом ожи-

⁷ Согласно International Valuation Standards (см. принципы IVS-2011) *инвестиционная стоимость* – это стоимость актива, рассматриваемого в качестве отдельной инвестиции или предназначенного для использования в операционных целях, для его собственника или будущего собственника [3].

⁸ «Хвост виляет собакой» – подумает кое-кто и будет совершенно прав: действительно, ожидания будущего часто определяют настоящее. Именно на этом основаны доходный подход и метод дисконтированных денежных потоков. Джордж Сорос пошел в этом направлении еще дальше, создав теорию рефлексивности, согласно которой цены на акции определяются преобладающими ожиданиями большинства участников рынка.

⁹ Поскольку любой оценке присущ элемент субъективизма, всегда можно сказать, что при осуществлении оценки некотирующихся акций для целей допэмиссии могло произойти одно из двух: *расчетная стоимость одной акции в составе пакета вновь размещаемых акций была подогнана под стоимость одной акции в составе ранее выпущенного пакета акций либо расчетная стоимость одной акции в составе ранее размещенных акций при оценке была подогнана под ожидаемую цену размещения одной акции в составе пакета дополнительно эмитируемых акций.*

даемая рентабельность инвестированных средств, вырученных от дополнительной эмиссии, отличается от ожидаемых затрат на привлечение дополнительного акционерного капитала;

- имеются основания полагать, что привлечение средств новых акционеров позволит значительно изменить рентабельность ранее размещенного капитала акционеров;
- планируется значительный объем эмиссии котирующихся акций, но об этом знают только инсайдеры (то есть когда еще не было официального объявления об этом, и оценку следует делать в это время);
- планируется существенный объем эмиссии долговых обязательств;
- необходимо обосновать решение инвестировать в другие компании;
- необходимо оценить распределение выгод от изменения структуры капитала между «старыми» и новыми акционерами.

В случаях оценки котирующихся акций для целей допэмиссии на дату, перед которой уже было сделано соответствующее официальное заявление эмитента (и до момента размещения осталось немного времени), оценщику следует положиться на существующие рыночные котировки акций¹⁰.

Также следует иметь в виду, что при объеме допэмиссии, сравнимой или превышающей стоимость ранее размещенных активов, при применении доходного подхода нельзя использовать традиционный метод дисконтированных денежных потоков, вместо него следует применять метод скорректированной приведенной стоимости.

Завершая работу, автор обращает внимание на то, что в представленной статье не дается однозначный ответ на вопрос об условиях предпочтительности применения предложенной методологии по сравнению с методом скорректированной приведенной стоимостью (*APV*) – условия применения предложенной методологии расчета (прежде всего по объему эмиссии) представляются несколько расплывчатыми. По мнению автора, в этом отношении не существует точных границ применимости и предпочтительности применимости указанных методов оценки, хотя по имеющейся у автора информации на момент написания статьи метод *APV* более активно использовался в оценках, связанных с существенными сдвигами в структуре капитала компаний (в том числе, возможно, потому, что иная методология, способная учитывать особенности допэмиссии акций, была не слишком развитой).

ЛИТЕРАТУРА

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М. : Олимп-Бизнес, 2004.
2. Myers S. C. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting // Journal of Finance. 1974 (March).
3. Международные стандарты оценки 2011. Международный совет по стандартам оценки / аутентичный перевод на русский язык. М. : Российское общество оценщиков, 2013.

¹⁰ С учетом (или неучетом) эффектов, связанных с наличием (или отсутствием) у владельцев оцениваемого пакета акций элементов контроля и степенью их ликвидности.