

МЕТОДИКА РАСЧЕТА ОПТИМАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ДЛЯ КОМПАНИИ НА ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТАДИИ РАЗВИТИЯ НА ПРИМЕРЕ ОАО «ВОСТОЧНО-СИБИРСКАЯ ГАЗОВАЯ КОМПАНИЯ»

А.Д. Калашников

Управление структурой капитала – это важный инструмент для управления стоимостью компании и определения минимальной доходности ее проектов. Как известно, управление структурой капитала базируется на стоимости его источников. Стоимость капитала означает, во сколько обходится привлечение определенной суммы капитала:

- Стоимость собственного капитала – это сумма дивидендов по акциям для акционерного капитала или сумма прибыли, выплаченная по паевым вкладам и связанным с ними расходам.

- Стоимость заемного капитала – сумма процентов, уплаченных за кредит или облигационный заем, и связанных с ними затрат.

Если с расчетом стоимости заемного капитала все понятно, то расчет стоимости собственного капитала требует данных: либо о рыночной стоимости акции и доходах на акцию, либо о выплаченных дивидендах. Однако, если компания находится на инвестиционной стадии развития (не имеет прибыли, соответственно, не выплачивает дивидендов) и ее акции не котируются на бирже, то рассчитать стоимость собственного капитала невозможно. Нельзя рассчитать стоимость капитала в целом по компании (средневзвешенную стоимость капитала – WACC) и, соответственно, отсутствует достаточный базис для выработки управленческих решений по управлению структурой капитала.

В соответствии с данной проблемой, было рассмотрена разработка методики управления структурой капитала для компании на инвестиционной стадии развития. Данная методика была разработана для ОАО «ВСГК». Однако можно рассмотреть возможности применения общей схемы и для других компаний.

О компании

Открытое акционерное общество "Восточно-Сибирская газовая компания" (далее ВСГК) создано 11 марта 2004 года Администрацией Иркутской области и ОАО "ТНК-ВР Менеджмент" (далее ТНК-ВР) на паритетных условиях для реализации регионального проекта газоснабжения на базе Ковыктинского газоконденсатного месторождения. На данный момент проект заморожен, так как ожидается сделка по продаже доли ВСГК, принадлежащей ТНК-ВР, в пользу ОАО «Газпром».

На данный момент компания находится на инвестиционной стадии развития. Это подтверждается тем, что на данный момент компания еще не закончила работу по строительству газопровода и, соответственно, не получает доходы от своей основной деятельности – транспортировки и реализации газа. Соответственно, компания пользуется средствами своих инвесторов, представленных в качестве собственного и заемного капитала. Результат финансового анализа компании также соответствует инвестиционной стадии.

В ходе финансового анализа было выявлено, что на данный момент стоимость чистых активов компании находится ниже установленного законодательством уровня (100 тыс. руб.) и поэтому у Общества многократно возрастает риск ликвидации (ст. 99 ГК РФ).

Расчет WACC

Для расчета WACC необходимы данные о размере и стоимости каждого источника капитала. К концу 2008 г. заемные средства составляли 95,55% капитала, и их средневзвешенная стоимость была равна 10,27%. Стоимость же собственного капитала рассчитать имеющимися на данный момент методиками невозможно, что и является основной сложностью при расчете WACC.

В финансовом аспекте, стоимость капитала (в данном случае, собственного) является оценкой альтернативных издержек или ожидаемой доходностью. Поэтому, самым подходящим вариантом была бы ожидаемая ТНК-ВР доходность от участия в уставном капитале ВСГК: либо заложенная при создании ВСГК, либо по другим и подобным проектам компании. Но ни один из этих вариантов не подходит, так как информация об ожидаемой ТНК-ВР доходности недоступна.

Поэтому представляется целесообразным рассчитать стоимость СК несколькими способами, а потом, присвоив им весовые коэффициенты, привести их к одному показателю. Этими способами стали:

1. Расчет стоимости уставного и добавочного капитала для компаний, которые схожи

с ВСГК по виду деятельности. Были выбраны три компании: ОАО «Транснефть», ONEOK и Southern Union Company. ОАО «Транснефть» является основной нефтетранспортной компанией России, а две последние занимаются распределением газа в США.

2. Так как ОАО «Газпром» является потенциальным акционером компании, то можно предположить, что стоимость капитала должна быть меньше или равной стоимости капитала ОАО «Газпром».

3. Разница между рыночной ценой компании и номинальным размером капитала может считаться заработанным акционерами капиталом. Используя его, можно рассчитать доходность, которую получили акционеры. При расчете рыночной стоимости капитала возможно использовать долю ВСГК в планируемой сделке по продаже ВСГК и РУСИА-Петролеум. Также, можно рассчитать стоимость капитала на момент проведения последней оценки компании (второй квартал 2005 г.), и использовать ее как текущую.

Используя эти способы, была рассчитана WACC, равная 12,254% при коэффициенте D/E 21,49 и следующих показателях описанных выше статей:

Таблица 1. Данные для расчета стоимости уставного и добавочного капитала

Статья	Стоимость	Весовой коэффициент
1	2	3
Рыночная стоимость компании	64,03%	60%
<i>По результатам оценки 2005 г.</i>	23,81%	50%
<i>Выведенная из предполагаемой стоимости сделки по КГКМ</i>	104,24%	50%
Стоимость капитала ОАО "Газпром"	19,00%	20%
Стоимость акционерного капитала различных компаний	15,02%	20%
<i>ONEOK</i>	12,10%	33%
<i>Southern Union Company</i>	15,87%	33%
<i>Транснефть</i>	17,10%	33%
Итого стоимость уставного и добавочного капитала		45,22%

Оптимизация структуры капитала

Традиционный подход к управлению структурой капитала базируется на средневзвешенной стоимости капитала. Именно при минимальной WACC структура капитала компании является оптимальной. Таким образом, была рассчитана оптимальная структура капитала:

Таблица 2. Оптимальная структура капитала

Оптимальная WACC	11,275%		
D/E	4,51		
<i>при следующих значениях:</i>			
Стоимость чистых активов (тыс. руб.)	843 902		
Источник капитала	Размер (тыс. руб.)	Доля	Стоимость
1	2	3	4
Уставный и добавочный капитал	1 510 740	18,16%	13,78%
Займы и кредиты (ТНК-ВР)	6 809 588	81,84%	10,72%
Итого Капитал	8 320 328		

Для исследования динамики изменения стоимости собственного капитала и WACC были рассчитаны показатели WACC при постепенно увеличивающейся доле собственного капитала от текущего значения до оптимального (рис. 1):

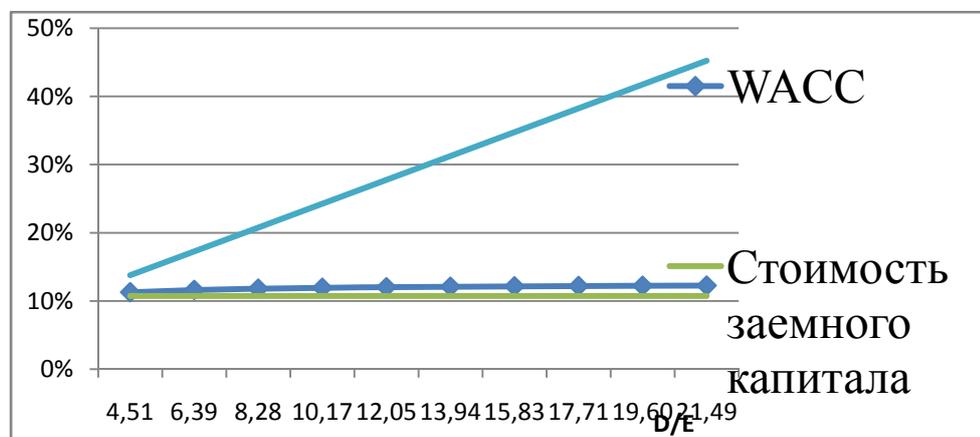


Рис. 1. Изменение WACC и его составляющих в зависимости от значения D/E

Может показаться странным, что при увеличении доли всегда дорогого СК уменьшается WACC, но это вполне вписывается в традиционный подход к управлению структурой капитала. При снижении соотношения заемного и собственного капитала, СК дешевеет, так как уменьшаются риски банкротства (рис. 2):

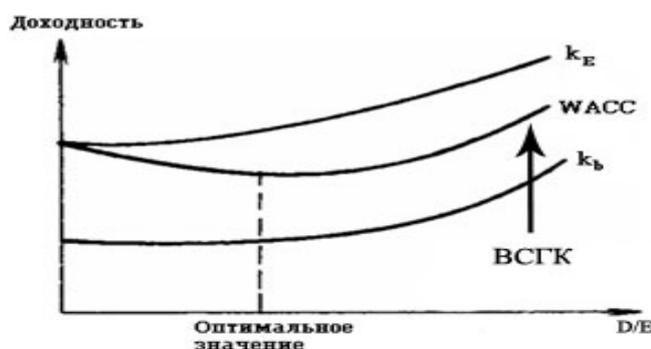


Рис. 2. Традиционный подход к управлению структурой капитала

Таким образом, можно сказать, что изменение WACC, также ее компонентов, в зависимости от изменения D/E, вполне вписывается в традиционный подход к управлению структурой капитала.

Однако, в ситуации с ВСГК не только стоимость капитала должна влиять на структуру капитала. Ввиду проблемы с низкой стоимостью чистых активов, она должна быть учтена при управлении структурой капитала в первую очередь. Наиболее подходящим решением здесь был бы единовременный вывод стоимости чистых активов на приемлемый уровень за счет получения прочих доходов или безвозмездного финансирования (инвестирования) от акционера и поддержание его в дальнейшем на требуемом уровне путем уменьшения ставки по займам от ТНК-ВР. Это позволило бы не только избавиться от проблемы со стоимостью чистых активов, но и установить и поддерживать в дальнейшем уровень финансового рычага, соответствующий оптимальной структуре капитала.

Таким образом, с точки зрения минимизации WACC, оптимальной структурой капитала для ВСГК является структура капитала, при которой значение финансового рычага равно 4,51. Во-первых, это предполагает большую долю заемных средств (81,84% против 18,16% собственного капитала), что выгоднее для ТНК-ВР. Во-вторых, позволяет избежать риска ликвидации ОАО «ВСГК» из-за слишком низкой стоимости чистых активов, что является основным риском компании на данный момент. В-третьих, это соответствует минимальному WACC в рамках текущей модели. Достижение данной оптимальной структуры капитала предполагается путем получения дополнительного дохода компанией или за счет безвозмездного финансирования (инвестирования) от акционеров. Также, для поддержки этого уровня в дальнейшем и предотвращения уменьшения стоимости чистых активов, необходимо пересмотреть договоры займов с ТНК-ВР с целью уменьшения процентной ставки.

Заключение

В данной работе рассмотрен пример разработки методики для компании на инвестиционной стадии развития. Был найден способ расчета стоимости собственного капитала и, исходя из этого, была найдена оптимальная структура капитала. Также был учтен основной финансовый риск компании и был предложен путь его снижения в рамках оптимизации структуры капитала.

Описанная методика имеет ряд существенных ограничений и не может считаться универсальной. Однако, общая схема данной методики может быть применена и к другим компаниям на инвестиционной стадии развития с учетом их уникальных особенностей.

Помимо разработки методики, итогами данной работы стали рассчитанная WACC и оптимальная WACC, которые могут быть применены при оценке компании, что может быть использовано для формирования внутренней переговорной позиции при заключении сделки с ОАО «Газпром», что является актуальным для компании. Также, на основе данной работы, могут быть разработаны рекомендации для ВСГК по достижению оптимальной структуры капитала и повышения стоимости чистых активов.

Список использованных источников и литературы

1. Бочаров, В.В. Корпоративные финансы./ В.В. Бочаров, В.Е.Леонтьев - СПб.: Питер, 2004. 208 с.
2. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. - 7-е изд./ Р.Брейли, С.Майерс – М.: Олимп-Бизнес, 2004. – 1088 с.
3. Ван Хорн, Д. К. Основы финансового менеджмента. - 11-е издание. : Пер. с англ./ Д.К. Ван Хорн, Д.М. Вахович – М.: Вильямс, 2003. -992 с.
4. Загадка структуры капитала компании: другой взгляд на очевидность. // Финансовый менеджмент. -2008. - №5.
5. Селезнева, Н.Н. Финансовый анализ.Управление финансами: Учеб. пособие для вузов 2-е изд., перераб. и доп./ Н.Н. Селезнева, А.Ф. Ионова - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 639 с.
6. ТНК-ВР продает "Газпрому" 62,9% Ковыкты и 50% ВСГК за \$700-900 млн. – Деловая сеть rb.ru – <http://www.rb.ru/news/business/2007/06/22/163713.html> (22.06.2007)