

## Оценка эффективности проведения дополнительной эмиссии акций для действующих акционеров компании

© 2009 Д. Орлов

Проблема оценки эффективности проведения дополнительной эмиссии акций для действующих акционеров компании с точки зрения влияния результатов размещения на коэффициент “прибыль на акцию” рассмотрена с приведением примеров из последней российской практики.

*Ключевые слова:* эмиссия акций, рентабельность капитала, балансовая стоимость, инвесторы, акционерный капитал.

Дополнительные эмиссии акций (SPO, Secondary Public Offer) - достаточно частое явление, характерное в том числе и для российского фондового рынка. Из наиболее известных в последние годы - размещения Сбербанка, Росбанка и группы “Разгуляй”. Основной целью SPO является привлечение дополнительного долгосрочного капитала для компании. Обычно на подобный шаг идут быстрорастущие компании, черпающие капитал из всех возможных источников, причем наиболее вероятно уже выбравших возможные лимиты по привлечению долгового капитала. Дальнейшее наращивание долгов становится для них уже затруднительным, так как увеличивает уровень финансового левериджа и ведет к дальнейшему удорожанию кредитных средств в силу возрастающего риска заемщика. Чтобы разбавить возросшую долговую нагрузку, корпорации обычно и выходят к широкому кругу инвесторов с предложением о продаже новых акций. Мы рассматриваем ситуацию именно вторичного публичного предложения, так как мотивация при частном размещении акций, или первичном публичном предложении (IPO, Initial Public Offer), несколько иная - привлечь стратегического инвестора для покровительства, сотрудничества или получения технологий или же для того, чтобы получить рыночную оценку имеющихся у основных акционеров активов.

Является ли благом для действующих акционеров дополнительная эмиссия акций? Если смотреть поверхностно, то с первого взгляда становится явным, что размывается их доля в капитале компании. Можно лишь сказать, что для каждого SPO следует принимать особенное решение: оставаться инвестором в акции компании или же продать их в зависимости от цены размещения бумаг. Так или иначе, SPO может проводиться при одном из трех значений показателя P/BV (Price to Book Value - отношение рыночной стоимости акции к стоимости акционерного капитала, приходящегося на акцию) - выше 1, равном 1 или ниже 1.

Рассмотрим каждый из этих случаев с точки зрения характеристики мультипликатора P/BV. Если значение данного показателя выше 1, это означает, что компания показывает уровень рентабельности капитала, превышающий значение требуемой доходности акционеров ( $ROE > k_e$ ), или же от компании ожидают опережающего роста рентабельности, и в скором времени она начнет зарабатывать экономическую прибыль. Эта мысль косвенно подтверждается и фразой из учебника Коупленда: “Компании, опережающие других по уровню ROIC, отличаются и более высокими коэффициентами рыночная/балансовая стоимость”<sup>1</sup>. Иными словами, инвесторы переплачивают за активы компании ввиду их повышенной доходности. В качестве примеров рентабельных компаний со стабильно высоким значением мультипликатора P/BV можно привести ЛУКойл и Сбербанк (рис. 1, 2).

Второй случай - когда вышеназванный мультипликатор равен 1. Это может означать, что компания приносит прибыль на капитал, соответствующую уровню требуемой акционерами доходности или колеблющуюся около данного уровня.

Наконец, третий случай, когда мультипликатор P/BV имеет значение ниже 1. Это характерно для компаний с низким уровнем рентабельности собственного капитала. В таком случае компания “проедает” свой капитал, так как ее активы не приносят требуемого акционерами дохода, что может являться следствием нескольких причин - спад бизнеса, инвестирование в непрофильные проекты (вместо выплат избытков денежных средств в виде дивидендов) или неумелое управление затратами. Компании со значением отношения рыночной капитализации к балансовой стоимости акционерного капитала меньше 1 могут послужить удачной целью для корпоративных рейдеров. Действительно, ведь если рыночная оценка капитала компании ниже,

<sup>1</sup> Коупленд Т., Колер Т., Мури Д. Стоимость компаний: оценка & управление. М., 2005. С. 244.

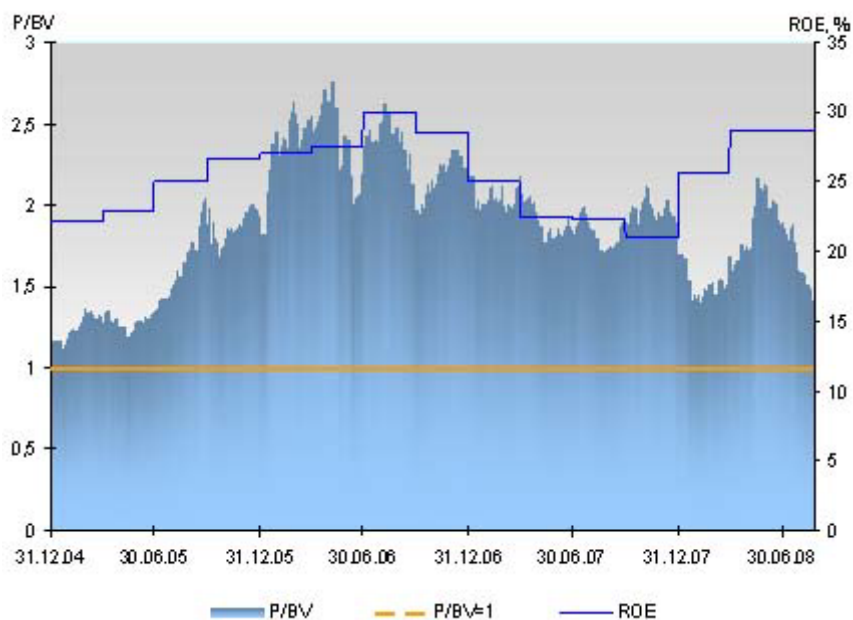


Рис. 1. Динамика ROE и P/BV ЛУКОЙла

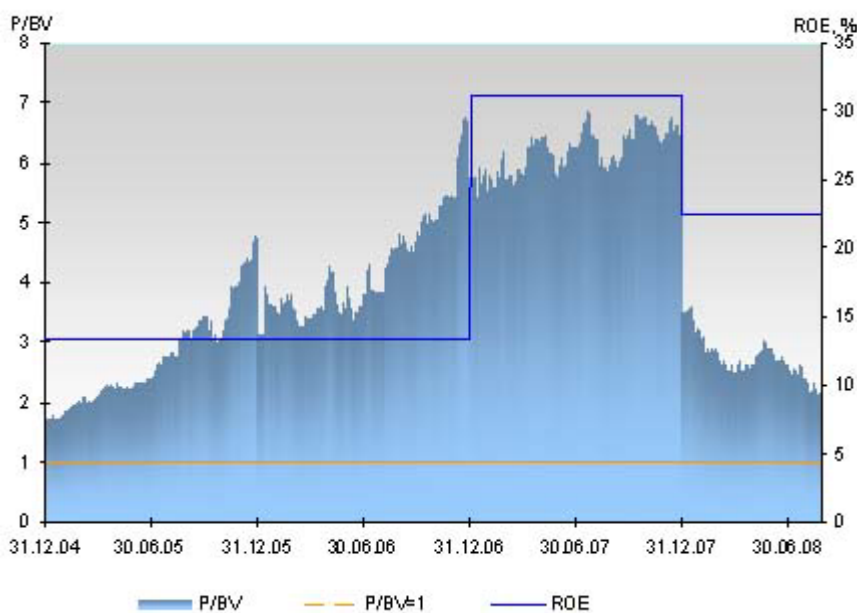


Рис. 2. Динамика ROE и P/BV Сбербанка

чем балансовая стоимость причитающихся акционеру активов, может быть вполне целесообразно ликвидировать ее, если получится выручить близкую к балансовой стоимости сумму за счет распродажи. Характерным примером могут служить акции АВТОВАЗа. В 2004-2006 гг. P/BV компании был равен приблизительно 0,75, причиной чему служила низкая доходность акционерного капитала компании - действительно, автозавод был вынужден держать низкую маржу рентабельности продаж, чтобы делать конкурентное предложение на рынке, где все большую долю завоевывали дешевые иномарки (рис. 3).

Мы рассмотрели случаи с различными значениями мультипликатора P/BV на момент проведения SPO компании. Далее рассмотрим анализ выгоды проведения SPO для действующего акционера с двух позиций - логической и математической.

Предположим, вы являетесь акционером компании, которая проводит значительную дополнительную эмиссию акций. Коэффициент P/BV составляет больше 1. В таком случае вы находитесь в выигрыше, так как фактически будущие акционеры платят за активы компании больше, чем они оценены по балансу. Вашу долю в компании размыва-

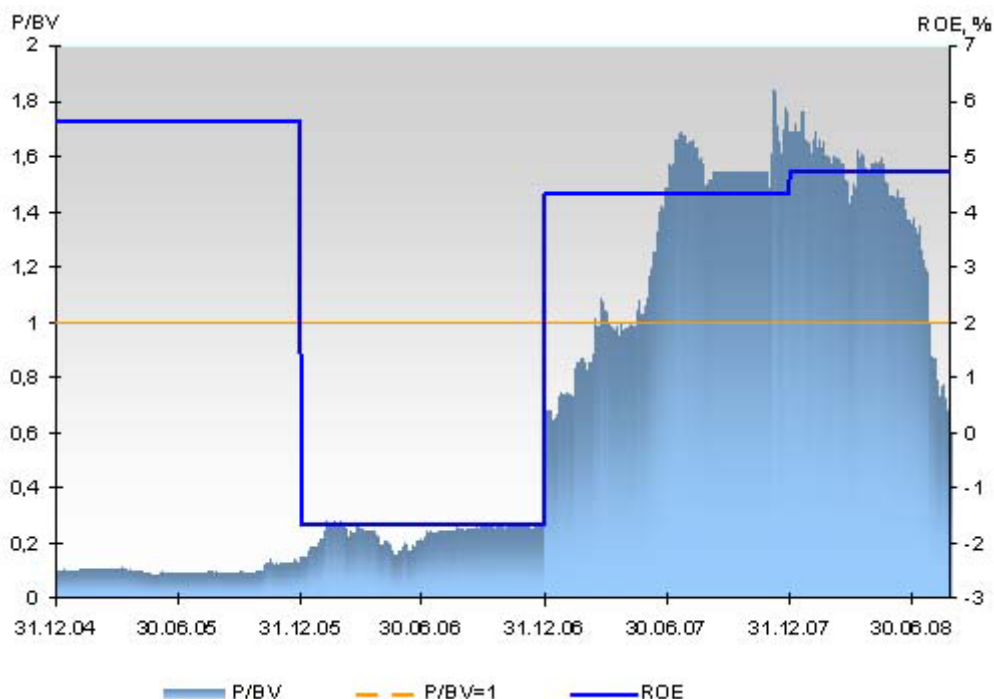


Рис. 3. Динамика ROE и P/BV АВТОВАЗа

ют, однако фирма получает свежий капитал, и новые участники отчасти переплачивают за возможность своего участия.

В случае показателя P/BV, равного 1, при прочих одинаковых условиях для прежнего акционера ничего не меняется, ведь новые инвесторы не переплачивают за право участия в капитале компании. Конечно, если не брать в расчет случая, когда компании жизненно важен капитал для экспансии на рынке, и после вливания свежих средств произойдет рост маржи.

Наконец, при цене размещения, подразумевающей P/BV ниже 1, можно сказать, что при прочих равных условиях прежний акционер находится в проигрыше. Фактически, являясь акционером компании, он потенциально может реализовать выгоду от ликвидации активов компании, если на момент ликвидации P/BV станет равен 1 или же активы при распродаже принесут выручку, близкую к их балансовой стоимости. Если на данном этапе, когда мультипликатор имеет низкое значение, провести допэмиссию, прежние акционеры фактически поделятся нереализованным потенциалом с новыми инвесторами, так как те в свою очередь заплатят за высокую балансовую стоимость активов низкую рыночную цену. Это можно пояснить математически. Предположим, у рассматриваемой компании P/BV значительно ниже, и акционеры имеют потенциальную возможность ее ликвидировать и получить неплохую прибыль, но фирма проводит SPO в значительном объеме. Получается следующая картина:

$$\text{Балансовая стоимость акции} = \frac{BV}{N},$$

где BV - размер акционерного капитала, приходящегося на обыкновенные акции (данные по балансу);

N - количество обыкновенных акций.

При проведении допэмиссии акций получается следующее:

$$\frac{BV_2}{N_2} = \frac{BV_1 + BV_1 \cdot k \cdot P / BV}{N_1(1 + k)} = \frac{BV_1(1 + k \cdot P / BV)}{N_1(1 + k)},$$

где  $\frac{BV_2}{N_2}$  - значение акционерного капитала, при-

ходящегося на одну обыкновенную акцию после проведения дополнительной эмиссии акций; k - размер дополнительной эмиссии, % от прежнего размера уставного капитала фирмы.

В результате размер акционерного капитала, приходящегося на одну обыкновенную акцию, снижается, что следует из упрощения вышеприведенной формулы - разница множителей в числителе и знаменателе по сути отличается на множитель P/BV, который по условию имеет значение ниже 1. Таким образом,

$$\frac{BV_2}{N_2} > \frac{BV_1}{N_1}.$$

Для подтверждения наших мыслей рассмотрим все три случая проведения SPO при различных значениях мультипликатора P/BV с точки зрения прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию (EPS, Earnings Per Share)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка: методы и инструменты оценки любых активов. М., 2008. С. 359.

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по прив. акциям}}{\text{Среднее за отчетный период количество акций в обращении}}$$

До проведения дополнительной эмиссии акции мы имеем:

$$EPS_1 = ROE \cdot \frac{BV_1}{N_1},$$

где  $ROE$  - рентабельность акционерного капитала (чистая прибыль за вычетом дивидендов по привилегированным акциям, деленная на размер акционерного капитала).

Теперь рассмотрим три названных случая для различных значений  $P/BV$ .

Предположим,  $P/BV$  меньше 1. В этом случае проведение SPO при сохранении  $ROE$  для нового капитала на прежнем уровне будет проигрышным (ситуация аналогична проведению SPO при оценочном  $P/BV$ , меньшем 1, для размера акционерного капитала, приходящегося на одну обыкновенную акцию). Имеем:

$$\begin{aligned} EPS_2 &= ROE \cdot \frac{BV_1 + BV_2}{N_1(1+k)} = \\ &= ROE \cdot \frac{BV_1(1+k \cdot P/BV)}{N_1(1+k)}. \end{aligned}$$

Вследствие того, что  $\frac{P}{BV} < 1$ , получается:

$$EPS_2 < EPS_1.$$

Если SPO проходит при  $P/BV$ , имеющем значение, равное 1, с точки зрения EPS размещение будет нейтральным для текущих акционеров при сохранении  $ROE$  фирмы на прежнем уровне:

$$\begin{aligned} EPS_2 &= ROE \cdot \frac{BV_1 + BV_2}{N_1(1+k)} = \\ &= ROE \cdot \frac{BV_1(1+k \cdot P/BV)}{N_1(1+k)} = \\ &= ROE \cdot \frac{BV_1(1+k \cdot 1)}{N_1(1+k)} = ROE \cdot \frac{BV_1(1+k)}{N_1(1+k)} = EPS_1. \end{aligned}$$

Наконец, при третьем случае, когда при SPO мультипликатор  $P/BV$  компании имеет значение, превышающее 1, при сохранении  $ROE$  капитала компании на прежнем уровне, это размещение будет иметь выгоду для прежних акционеров компании, так как вследствие продажи допэмиссии произойдет увеличение прибыли на акцию:

$$\begin{aligned} EPS_2 &= ROE \cdot \frac{BV_1 + BV_2}{N_1(1+k)} = \\ &= ROE \cdot \frac{BV_1(1+k \cdot P/BV)}{N_1(1+k)}. \end{aligned}$$

Вследствие того, что  $\frac{P}{BV} > 1$ , получается:

$$EPS_2 > EPS_1.$$

Поступила в редакцию 05.10.2009 г.