

Поддержание оптимальной структуры капитала является одним из факторов, способствующих успешному развитию компании. Существующие теоретические модели позволяют определить оптимальный уровень долга с высокой точностью, однако зачастую при принятии решений по финансированию менеджмент руководствуется не только вопросами эффективности.

Цель данной работы – рассмотреть ситуацию со структурой капитала и принятием решений по финансированию в российских компаниях. В статье определяется оптимальная структура капитала для двух публичных компаний – MD Medical Group Investments PLC и X5 Retail Group N.V., и проводится ее сравнение с фактической. Для анализа используются методы средневзвешенных затрат на капитал (WACC) и операционной прибыли. В результате мы пришли к выводу, что у MD Medical Group структура капитала близка к оптимальной, тогда как у X5 Retail Group уровень долговой нагрузки чрезмерен. Используя различные новостные источники, было выявлено, что при принятии решений менеджмент MD Medical Group с большой вероятностью руководствовался концепцией порядка выбора источников финансирования, тогда как на принятие решение в X5 Retail Group оказал влияние агентский конфликт.

Исходя из новостей, связанных с компаниями, мы сделали предположение, что структура капитала MD Capital Group будет поддерживаться на оптимальном уровне, а X5 Retail Group начнет постепенно снижать чрезмерный уровень долга.

Результатами данной статьи может воспользоваться широкий круг лиц: как исследователи теории корпоративных финансов, так и институциональные инвесторы и менеджмент компаний. Наибольший интерес представляют результаты MD Medical Group как единственной публичной российской компании сферы медицинских услуг; для лучшего понимания мотивов принятия финансовых решений в ней следует изучить структуру капитала компаний сферы здравоохранения на развитых и развивающихся рынках.

**Ключевые слова:** оптимальная структура капитала, уровень долга, затраты на капитал, ретейл, медицинские услуги

**JEL:** G032

## Введение

В настоящей статье оценивается оптимальная структура капитала для двух публичных российских компаний: MD Medical Group Investments PLC, управляющей сетью клиник «Мать и дитя», и X5 Retail Group N.V., второго по объему выручки ретейлера.

Рынок частного здравоохранения России активно развивается: его объем ежегодно увеличивается на 12–14%, наблюдается рост M&A сделок и концессионных соглашений<sup>3</sup>. АФК «Система» планирует IPO «Медси»<sup>4</sup> (крупнейшая по выручке медицинская компания), инвесторы все с большим интересом смотрят на данную индустрию. MD Medical Group является единственной российской публичной компанией сферы медицинских услуг. IPO, проведенное в октябре 2012 года, было чрезвычайно успешным: книга заявок переподписана в три раза, компания оценена дороже, чем аналоги с развитых рынков (Forbes, 2012). Группа растет темпами, опережающими рынок, в 2011 и 2012 году компания показала прирост выручки

1. Студент магистратуры НИУ ВШЭ, магистерская программа «Корпоративные финансы».

2. Студент магистратуры НИУ ВШЭ, магистерская программа «Корпоративные финансы».

3. Информация по индустрии. // Businesstat – готовые обзоры рынков: сайт. URL: <http://businesstat.ru>.

4. «Система» – не семейный бизнес // Ведомости. № 238 от 23.12.2013.

на 42 и 40% соответственно. Активную экспансию невозможно проводить без внешнего финансирования: помимо IPO, принесшего MD Medical Group \$162 млн, в 2012 году компания также привлекла более \$50 млн долга. В данной статье мы ответим на вопрос, соответствует ли получившееся соотношение долга и акционерного капитала оптимальному.

Потребление является одним из ключевых драйверов роста российской экономики. Крупнейшие ретейлеры включены в список системообразующих организаций России, во время кризиса 2008 года им была оказана государственная поддержка. Капитализация X5 Retail Group, одного из лидеров российского ретейла, достигнув \$12,7 млрд в начале 2011 года, стала стремительно падать. Несмотря на рост выручки, операционная эффективность компании снижалась из года в год. С начала 2013 года X5 начал проигрывать «Магниту», ближайшему конкуренту, по ряду показателей: темпам роста, площадям, выручке, рентабельности, чистой прибыли. На стадии зрелости<sup>1</sup> поддержание оптимальной структуры капитала особенно важно, так как инвесторов интересует уже не агрессивный рост и захват рынка, а способность компании эффективно использовать ресурсы. Определив оптимальную структуру капитала и сравнив ее с фактическим значением, мы сможем дать ответ, являлось ли решение о поддержании высокого уровня долга в структуре капитала одной из причин причиной падения капитализации.

В первой части статьи рассматривается структура капитала MD Medical Group, во второй – X5 Retail Group; в третьей части описываются мотивы менеджмента компаний при принятии решений о финансировании; в заключительной части авторы статьи делают выводы об эффективности текущей стратегии финансирования и пытаются дать прогноз, будут ли компании стремиться привести свою структуру капитала к оптимальной.

### Определение структуры капитала MD Medical Group

В этой и следующей части статьи мы определим оптимальную структуру компаний моделью средневзвешенных затрат на капитал, проверим полученные результаты методом операционной прибыли, вычислим реальный уровень долга на 2012 отчетный год.

Метод средневзвешенных затрат на капитал (WACC) строится на предпосылке, что оптимальным является соотношение долгового и акционерного финансирования, минимизирующее затраты компании на капитал. Заемные деньги, как правило, более дешевые, снижают налоговую нагрузку компании, но увеличивают издержки финансовой неустойчивости, в связи с чем акционеры требуют повышенную доходность (отражаются через показатель levered  $\beta$  – бета с учетом заемного капитала) (Brealey, 2010). К тому же по мере роста уровня долга увеличивается и процентная ставка по кредиту, что делает неразумным чрезмерное использование долга.

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times [R_f + \beta(R_m - R_f) + \text{country\_premium}] + \frac{E}{D+E} \times [R_d \times (1 - \text{tax})] \quad (1)$$

В нижеприведенной таблице представлены данные, использованные в модели.

Таблица 1

Данные для анализа MD Medical Group

MDMG (на 31.12.2012)	
Unlevered $\beta$	0,83
Эффективная налоговая ставка	9%
Безрисковая ставка	1,78%
Рыночная премия	5,79%
Премия за страновой риск	2,93%
Реальная ставка инфляции	1,048

1. Мы предполагаем, что X5 RETAIL GROUP находится на стадии зрелости. На это указывает уменьшение денежных потоков от финансовой и операционной деятельности, снижение капитальных и M&A затрат при большой доле рынка.

Unlevered  $\beta$  (бета, очищенная от заемного капитала) определена на основе компаний-аналогов с рынка США, эффективная налоговая ставка взята за 1-е полугодие 2013 года, так как начиная с данного периода компании группы стали перераспределять прибыль в пользу холдинговой структуры, и можно сделать предположение, что в будущем налоговая ставка не изменится. За безрисковую ставку взята доходность десятилетних гособлигаций США, используется историческая рыночная премия, предоставляемая Ibbotson Associates за период 1928–2011 годов. Премия за страновой риск рассчитана как спред доходности гособлигаций России и США, умноженный на волатильность российских акций по сравнению с облигациями. Наконец, для целей конвертации валют используется реальная ставка инфляции, рассчитанная как отношение индексов потребительских цен.

MD Medical Group ведет деятельность в России, но торговля акциями в формате GDR осуществляется на Лондонской фондовой бирже. Исходя из этого, для определения затрат на собственный капитал мы используем гибридную модель CAPM. Ставка по заемному капиталу определяется путем присвоения синтетического кредитного рейтинга, который вычисляется на основе способности компании покрывать процентные платежи (EBIT/Interest Expense). Спреды доходности облигаций в зависимости от кредитного рейтинга взяты с сайта А. Дамодарана<sup>1</sup>.

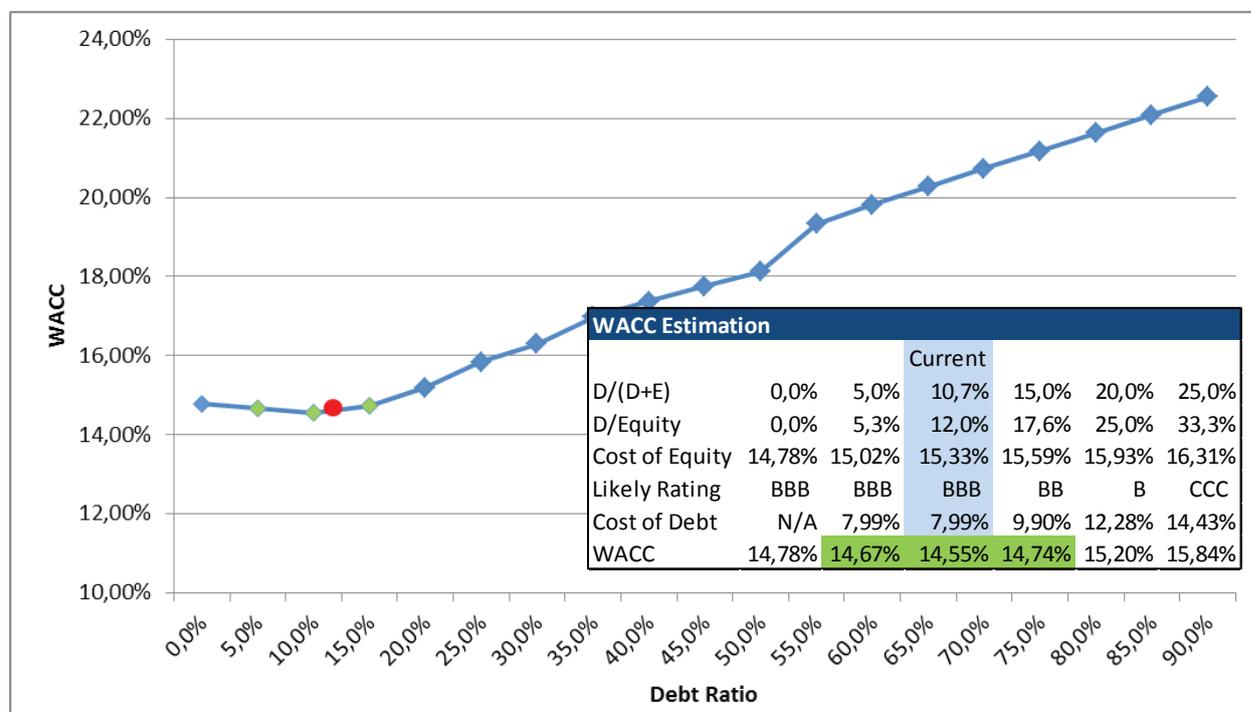


Рисунок 1. WACC анализ MD Medical Group

Модель средневзвешенных затрат на капитал определяет оптимальный уровень долга MD Medical Group в границах 5–15%. На конец 2012 года компания поддерживала уровень долга на уровне 10,7%, что говорит об оптимальности структуры капитала.

Проверим наши результаты методом операционной прибыли. Метод подробно изложен в трудах И.В. Ивашковской и А. Куприянова (Ивашковская, Куприянов, 2005). Данная модель отражает вероятность дефолта при различных уровнях долга. Сделаем допущение, что вероятность дефолта подвержена нормальному распределению. В расчетах мы использовали среднее значение операционной прибыли с 2009 по 2012 год. Процентные платежи определены методом присвоения синтетического рейтинга (как и в WACC модели). На рисунке 2 представлен рост процентной ставки и вероятности дефолта (колонка Probability) в зависимости от увеличения уровня долга.

1. Рыночные данные // Дамодаран Онлайн: сайт. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar..>

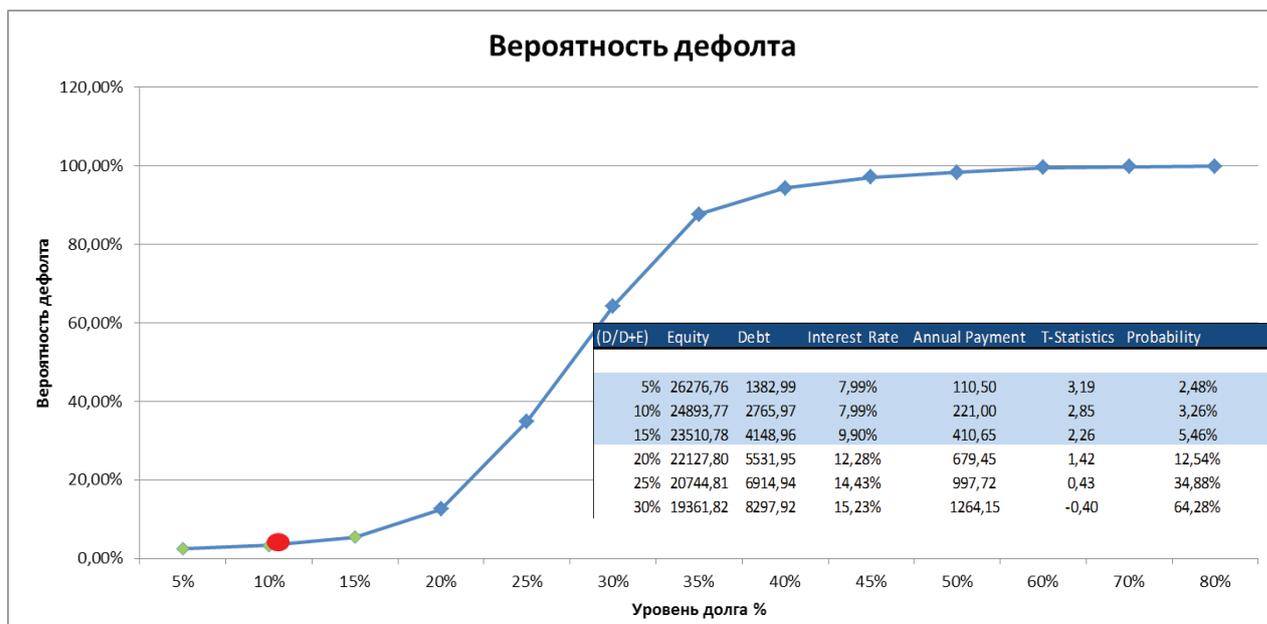


Рисунок 2. Метод операционной прибыли для MD Medical Group

Из модели операционной прибыли видно, что вероятность дефолта резко возрастает при превышении уровнем долга границы 20%, тогда как при текущей структуре капитала данная угроза практически отсутствует.

Ситуация, когда оптимальной для компании является минимальная доля долга в структуре капитала (5–15%), выглядит весьма необычно, но на это есть объективные причины, обусловленные спецификой отрасли медицинских услуг. Согласно Федеральному закону от 28 декабря 2010 года № 395-ФЗ, медицинские организации освобождены от уплаты налога на прибыль<sup>1</sup>, что убирает эффект налогового щита, удешевляющего долговое финансирование. Также бизнес в сфере здравоохранения более устойчив к экономическим циклам, спрос на медицинские услуги неэластичен и находится на стабильном уровне даже во времена экономических спадов. Низкая волатильность таких компаний отражается в малых значениях  $\beta$  (обычно ниже 1), что уменьшает стоимость акционерного финансирования.

### Определение структуры капитала X5 Retail Group

Подходы к определению оптимальной структуры капитала, использованные в предыдущей части, мы применим и для X5 Retail Group. Для правильного их использования, однако, необходимо сделать несколько корректировок данных.

Обычно при определении структуры капитала используется только долгосрочный долг. Исключениями являются случаи, когда краткосрочный долг используется как долгосрочный. Мы предполагаем, что X5 Retail Group находится как раз в такой ситуации. На это указывает постоянное высокое значение краткосрочного долга, варьирующегося с 2008 по 2012 год от \$508 млн до \$1656 млн (тогда как у «Магнита» при сравнимых площадях и продажах он составлял около \$200 млн, с ростом до \$800 млн в 2012 году) Следующая корректировка связана со списанием \$467 млн, учтенным в операционных затратах 2012 года. Данное списание не является расходом от операционной деятельности, оно одновременно, так что мы прибавили его обратно.

В таблице 2 представлены данные, использованные в WACC модели.

1. Федеральные законы // Гарант – информационно-правовой портал: сайт. URL: <http://www.garant.ru>.

## Данные для анализа X5 Retail Group

FIVE	
(на 31.12.2012)	
Unlevered $\beta$	1,08
Эффективная налоговая ставка	25%
Безрисковая ставка	1,78%
Рыночная премия	5,79%
Премия за страновой риск	2,93%
Реальная ставка инфляции	1,048

Unlevered  $\beta$  определена на основе компаний-аналогов с рынка США, эффективная налоговая ставка взята за 2011 год, так же как в 2012 году. Группа понесла убытки. Остальные значения остались неизменными.

X5 Retail Group ведет деятельность в России, но торговля акциями в формате GDR осуществляется на Лондонской фондовой бирже. Исходя из этого, для определения затрат на собственный капитал мы используем гибридную модель CAPM. Ставка по заемному капиталу определяется путем присвоения синтетического кредитного рейтинга (описано в предыдущей части).

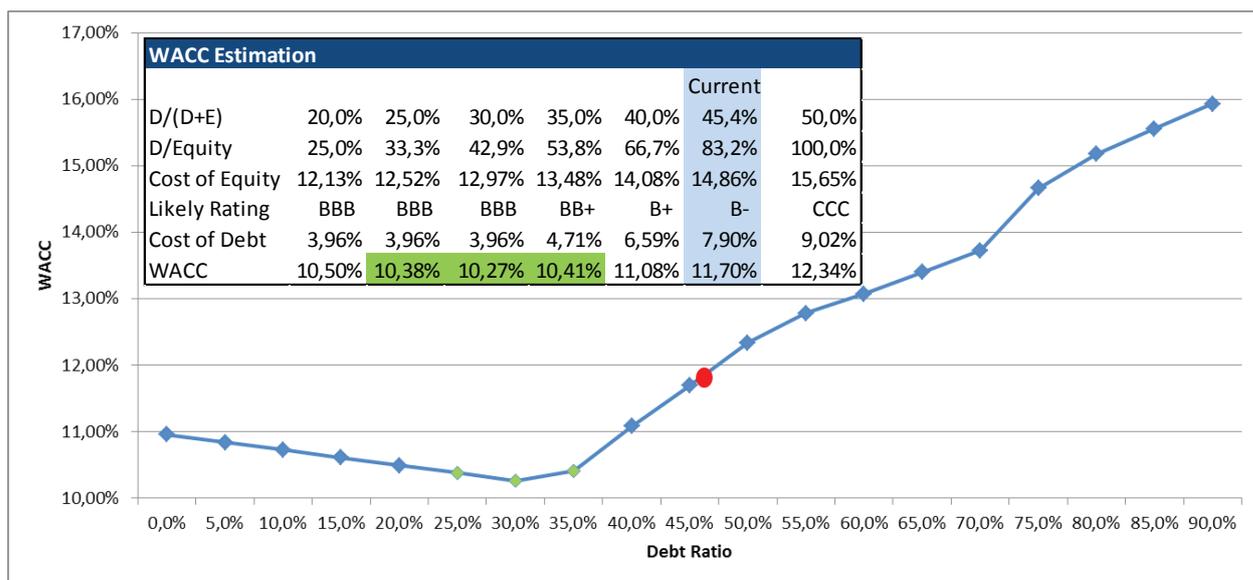


Рисунок 3. WACC анализ X5 Retail Group

Модель средневзвешенных затрат на капитал определяет оптимальный уровень долга X5 Retail Group в границах 25–35%. На конец 2012 года компания поддерживала уровень долга на уровне 45,4%, что говорит о неэффективности текущей структуры капитала.

Аналогично построим модель операционной прибыли для X5 Retail Group.

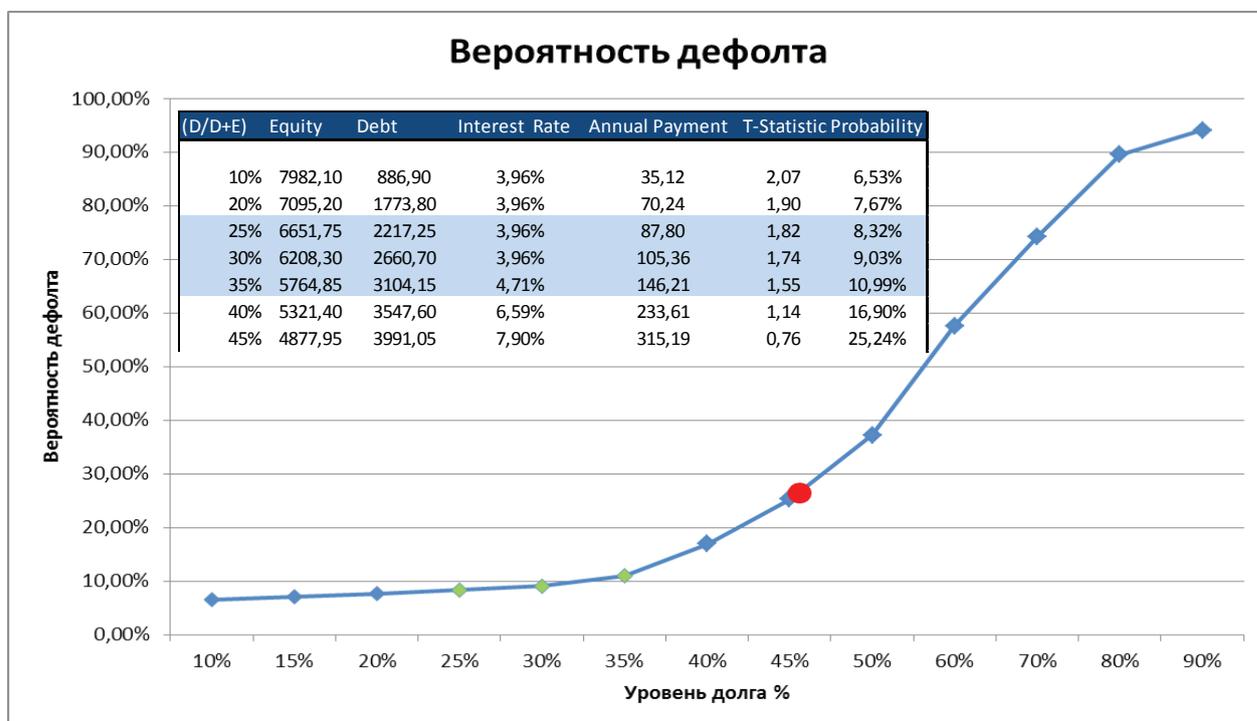


Рисунок 4. Метод операционной прибыли для X5 Retail Group

Подтверждая результаты WACC-анализа, модель операционной прибыли показывает резкий рост вероятности дефолта при превышении уровнем долга порога 35%.

### Мотивы менеджмента при принятии решений о финансировании

Классическими подходами к выбору структуры капитала являются концепция порядка выбора источников финансирования, согласно которой компания стремится сначала использовать наиболее дешевые средства (обычно порядок следующий: денежные средства от операционной деятельности – долговое финансирование – привлечение акционерного капитала), и концепция компромисса, когда компания балансирует выгоды заемного финансирования и издержки финансовой неустойчивости (Booth, 2001). В последнее время набирают популярность поведенческие концепции: на решение по структуре капитала оказывают влияние множество нефинансовых факторов, такие как индивидуальный стиль менеджера, интересы мажоритарного акционера, агентские конфликты (Myers, 2010).

Мы определили оптимальную структуру капитала для компаний и обнаружили, что для MD Medical Group она соответствует оптимальной, тогда как уровень долга X5 Retail Group чрезмерен. Не обладая инсайдерской информацией, невозможно с уверенностью говорить об истинных мотивах руководства организаций. Тем не менее анализ открытых источников дает возможность предположить, чем же руководствовался менеджмент и есть ли предпосылки к изменению ситуации. Ниже мы попытаемся дать ответ на вопрос, каким образом структуры капитала рассматриваемых компаний пришли к текущему уровню.

В интервью газете «Ведомости» Марк Курцер, председатель совета директоров и основной бенефициар, рассказал, что на IPO компания решила в тот момент, когда долговое финансирование было выбрано по максимуму (соотношение Debt/EBITDA = 2), но на строительство новых центров требовались деньги<sup>1</sup>. Действительно, исследование показало, что при текущей структуре финансирования компания минимизирует затраты на капитал, тогда как даже незначительное увеличение уровня долга приведет к росту затрат на капитал.

На ранних стадиях жизненного цикла компании структура капитала постоянно меняется, необходимость в дополнительном финансировании возникает по мере появления новых про-

1. «Только в процессе роуд-шоу я узнал, что такое EBITDA» // Ведомости. № 164 от 09.09.2013.

ектов. На данной стадии важен активный рост, скорость захвата доли рынка. По мнению авторов статьи, концепция порядка выбора источников финансирования, согласно которой менеджмент последовательно выбирает наиболее дешевый вид финансирования, наилучшим образом способствует интересам динамично развивающейся компании. Из интервью можно сделать вывод о применении этой концепции: MD Medical Group привлекла акционерный капитал, когда исчерпала возможности заимствования под низкий процент. В поддержку обоснованности использования концепции порядка выбора источников финансирования для группы говорят как нахождение уровня долга на оптимальном уровне, так и настроения инвесторов, оценивающих компанию дороже аналогов с развитых рынков. Менеджмент компании продемонстрировал способность использовать оптимальные источники финансирования для развития компании, и можно ожидать, что данная тенденция сохранится.

Структура капитала X5 Retail Group далека от оптимальной. Вполне вероятно, что государственная поддержка 2008–2009 годов, представленная в виде кредитной линии ВЭБ на льготных условиях, является одной из причин чрезмерного уровня долга X5 Retail Group. Менеджмент компании стал рассматривать высокую долю долга в структуре капитала как штатную ситуацию и не смог вовремя ответить на удорожание стоимости заемного финансирования. Неоптимальности структуры способствовала и кадровая чехарда в топ-менеджменте, начавшаяся летом 2010 года с уходом Льва Хасиса с поста генерального директора: проблемы в руководстве отодвинули вопросы оптимизации структуры капитала на задний план. Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод о влиянии поведенческих факторов и агентского конфликта при принятии решений о финансировании.

Падение операционной эффективности, чрезмерный уровень долга отражаются на капитализации X5 Retail Group, инвесторы «голосуют ногами». В мае 2013 года стало известно, что М. Фридман, чья «Альфа-групп» является основным акционером X5, решил лично возглавить процесс реформ в компании<sup>1</sup>. Рынок воспринял эту новость как позитивный сигнал, котировки группы пошли вверх. Действительно, при возникновении проблем в зрелой компании сосредоточение управления в руках мажоритарного акционера способно уменьшить влияние агентских конфликтов и увеличить скорость принятия решений; так как высокий уровень долга являлся одним из факторов падения эффективности, можно надеяться, что новый менеджмент в союзе с мажоритарием оптимизируют структуру капитала.

### Заключение

В данной статье мы определили оптимальную и фактическую структуру капитала для X5 Retail Group и MD Medical Group, попытались понять, какими факторами руководствовался менеджмент при принятии решений о финансировании, сделали предположение о дальнейших решениях компаний относительно структуры капитала.

И метод средневзвешенных затрат на капитал, и метод операционной прибыли дают сходные диапазоны значений оптимальной структуры капитала. Фактическое значение уровня долга MD Medical Group минимизирует затраты на капитал. Мы сделали предположение, что при принятии решений менеджмент руководствовался концепцией порядка выбора источников финансирования и в ближайшее время данная тенденция сохранится. В то же время, долговая нагрузка X5 Retail Group чрезмерна, что наносит вред эффективности и стоимости компании: агентский конфликт негативно отразился на качестве управленческих решений. Однако компания подает позитивные сигналы, которые вселяют надежду на постепенное исправление ситуации.

Рынок ретейла в России достаточно развит, на нем присутствует несколько крупных публичных компаний, что позволяет судить о типичных подходах к ведению бизнеса, в том числе и по вопросам структуры капитала. Вместе с тем MD Medical Group является единственной российской публичной компанией в сфере медицинских услуг, что ограничивает возможность оценки эффективности принимаемых решений. Возможно, для лучшего понимания

34. Михаил Фридман встал за прилавок // Ведомости. № 91 от 28.05.2013

мотивов принятия финансовых решений следует изучить сферу здравоохранения на развитых и развивающихся рынках.

### Список литературы

1. Анюхина И.М., Иванинский И., Катаева Е., Озорнина О. Оценка оптимальной структуры капитала компаний ОАО «Уралкалий» и Kali&Salz AG // Корпоративные финансы. 2008. №4(8). С. 88–105. URL: <http://ecsocman.edu.ru/cfjournal/msg/23543059.html>.
2. Белозеров И.А. и др. Моделирование структуры капитала ОАО «Сильвинит» // Корпоративные финансы 2011. №2(18). С. 54–69. URL: <http://ecsocman.edu.ru/cfjournal/msg/34858345.html2>.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Бук, 2004.
4. Животова Е.Л. и др. Определение оптимальной структуры капитала на примере финской компании Alma Media Corp. и российской компании «РБК Информационные системы» // Корпоративные финансы. 2008. №4(8). С. 106–113. URL: <http://ecsocman.edu.ru/cfjournal/msg/23543071.html>.
5. Ивашковская И.В., Куприянов А. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компанией. 2005. № 2. С. 1–5.
6. Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt A., Maksimovic V. (2001), Capital Structure in Developing Countries, *Journal of Finance*, 56 (2001) 87–130.
7. Mitton, T. (2006), Why Have Debt Ratios Increased for Firms in Emerging Markets? Brigham Young University, Working paper.