

УДК 338.58

DOI: 10.34670/AR.2025.81.51.047

Структура капитала, как важный критерий оценки стоимости компании при слиянии и поглощении

Лалаев Давид Юовович

Магистр,
Московский университет «Синергия»,
125190, Российская Федерация, Москва, просп. Ленинградский, 80;
e-mail: Lalayev.david@gmail.com

Аннотация

Результатом процедуры слияния и поглощения выступают существенные трансформационные процессы в структуре капитала, соответственно, важным этапом во время прогнозирования выступает эффективная оценка влияния данных процессов на итоговую стоимость компании. Статья посвящена анализу влияния структуры капитала компаний на создание стоимости в сделках слияния и поглощения. Представлен выбор наиболее эффективного подхода к оценке стоимости компании при слиянии и поглощении, выявлено, что традиционный доходный метод требует дополнения дополнительными коэффициентами/критериями, позволяющими оценить доступность капитала и уровень импортозамещения, что формируется современными экономическими условиями. Также рассматривается процесс изменения стоимости компании, в рамках которого выявлены зависимости между рентабельностью активов, рентабельностью собственного капитала и иных факторов (изменения коэффициента кредитного плеча, мультипликаторов собственного капитала, дефицита кредитного плеча и т.д.) после сделки слияния и поглощения.

Для цитирования в научных исследованиях

Лалаев Д.Ю. Структура капитала, как важный критерий оценки стоимости компании при слиянии и поглощении // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2025. Том 15. № 10А. С. 450-459. DOI: 10.34670/AR.2025.81.51.047

Ключевые слова

Структура капитала, трансформационные процессы, слияние, поглощение, импортозамещение, доступность капитала, экономическая оценка, стоимость компании.

Введение

Результатом процедуры слияния и поглощения выступают существенные трансформационные процессы в структуре капитала, что является дискуссионным вопросом на протяжении нескольких последних десятилетий. Современная экономическая ситуация формирует необходимость компаний к реорганизации и реструктуризации своего бизнеса, в том числе посредством процедуры слияния и поглощения (M&A) с целью адаптации к различным внешним факторам.

Структура капитала является критически важным критерием при оценке стоимости компании. Она напрямую влияет на финансовые риски, стоимость капитала (WACC) и потенциальный синергетический эффект от объединения, тем самым определяя итоговую рыночную (или инвестиционную) стоимость компании. Оптимальная структура, балансирующая собственный и заемный капитал, повышает стоимость компании, тогда как рискованная структура может ее снизить [Петров, 2024].

Анализ научных трудов, посвященных данной теме исследования свидетельствует об отсутствии единого подхода к оценке структуры и стоимости капитала в M&A, в связи с выбором различных временных периодов и данных для анализа, что в результате может привести к противоречивым результатам, несмотря на применение идентичных методов анализа. При этом, основной проблемой выступает отсутствие единого комплексного подхода к данному вопросу, а именно, отсутствует система критериев и метрик, позволяющая оценить стоимость компании в M&A не только в процессе предварительной оценки (ex-ante), но и после проведения сделки (ex-post).

Цель работы – исследование структуры капитала, для формирования системы критериев и метрик ex-ante/ex-post в сделках M&A.

Методы и материалы исследования: Теоретическую основу исследования составляют фундаментальные концепции корпоративных финансов, включая теорию эффективных рынков капитала, модели оценки активов и теорию агентских отношений. В процессе исследования применялись методы сравнительного анализа, статистической обработки данных, экспертного оценивания и моделирования финансовых процессов. Использовались материалы аналитических агентств, включая отчеты Advance Capital, АК&М и международных консалтинговых компаний.

Результаты

Современная оценка стоимости компаний в слияниях и поглощениях использует комплексный подход, сочетая доходные, сравнительные и альтернативные методы, поскольку выбор методологии зависит от специфики отрасли, целей поглощения и рыночных условий. Эволюция оценки справедливой стоимости отражает движение от традиционного использования затратных методов (основанных на стоимости создания актива) к более комплексному подходу, включающему доходный (основан на прогнозируемых будущих доходах), сравнительный (основан на ценах аналогов) методы.

Рассмотрим данные методы детально.

Затратный подход определяет стоимость бизнеса как сумму затрат, необходимых для воспроизводства или замещения всех его активов, за вычетом всех обязательств (долгов) и износа. Он фокусируется на ретроспективных издержках и текущей стоимости материальных

активов, а не на будущих доходах или рыночной конъюнктуре.

Основные методы в рамках затратного подхода:

- метод чистых активов, в рамках которого стоимость компании определяется как разница между рыночной стоимостью всех активов (материальных и нематериальных) и текущей стоимостью всех обязательств.
- метод ликвидационной стоимости, позволяющий оценить сумму, которую можно получить при быстрой распродаже всех активов компании и погашении обязательств. Применяется для компаний-банкротов или находящихся в тяжелом финансовом положении;
- метод ликвидационной стоимости, который определяет потенциальную сумму денежных средств, которую собственник или кредиторы могут получить от продажи всех активов компании в условиях ее ликвидации (прекращения существования).
- метод сверхприбыли, – это, по сути, метод оценки гудвилла (деловой репутации), который основан на доходном подходе.

Сравнительный подход основывается на принципе замещения, предполагающем, что стоимость компании равна цене, по которой было бы приобретено аналогичное предприятие на свободном рынке.

Основная идея заключается в использовании рыночных данных о сопоставимых компаниях или недавних сделках для определения справедливой стоимости целевой компании. Подход наиболее эффективен на развитых и активных рынках, где достаточно информации об аналогичных сделках и котировках акций.

В свою очередь, данный подход предполагает использование следующих методов:

- метод рынка капитала в рамках которого осуществляется расчет реальной стоимости акций компании на фондовом рынке;
- метод сделок, который предполагает сравнение сведений, данный по продаже контрольных пакетов акций компании;
- метод отраслевых коэффициентов, суть которого заключается в исследовании соотношений финансовых показателей и цены [Омаров, 2020].

Доходный подход является ключевым и часто основным способом оценки стоимости компаний при слияниях и поглощениях (M&A). Это связано с тем, что инвестора в первую очередь интересует будущий потенциал приобретаемого бизнеса, а не только его текущие активы. Доходный подход основывается на принципе ожидания выгод: стоимость бизнеса определяется текущей (приведенной) стоимостью будущих доходов (денежных потоков), которые он, как ожидается, принесет своим владельцам.

В рамках доходного подхода при M&A используются два основных метода:

- а) метод дисконтированных денежных потоков (DCF, Discounted Cash Flow). Это наиболее распространенный и фундаментальный метод при M&A-сделках. Он включает следующие шаги:
 - прогнозирование будущих денежных потоков, в рамках которого составляется подробный прогноз денежных потоков (обычно на 3-7 лет) с учетом ожидаемых синергетических эффектов от слияния, новых стратегий и рыночных условий;
 - определение ставки дисконтирования, в рамках которого рассчитывается ставка дисконтирования (часто используется средневзвешенная стоимость капитала, WACC), отражающая риски, связанные с прогнозируемыми потоками, и требуемую доходность

инвестиций.

- дисконтирование, в рамках которого осуществляется расчет будущих денежных потоков к текущей стоимости бизнеса;
- расчет стоимости в постпрогнозный период, в рамках которого определяется терминальная стоимость (стоимость бизнеса после окончания периода детального прогнозирования).

б) Метод капитализации дохода. Этот метод является упрощенной версией DCF и обычно применяется для стабильных, зрелых бизнесов с предсказуемыми и равномерными доходами. Он предполагает деление среднегодового чистого дохода на ставку капитализации. В сделках M&A используется реже, чем DCF, поскольку M&A часто подразумевают значительные изменения и рост, которые сложно учесть в упрощенной модели капитализации [Лазарев, 2025].

Для выбора наиболее оптимального подхода к оценке стоимости компании при слиянии и поглощении, необходимо выявить основные достоинства и недостатки данных подходов – таблица 1.

Таблица 1 – Сравнительный анализ достоинств и недостатков подходов к оценке стоимости компании при слиянии и поглощении [Петренко, Миколук, 2025]

Наименование подхода	Метод подхода	Достоинства	Недостатки
Доходный	Метод дисконтирования	Позволяет учесть определенный временной период. Позволяет оценить динамическую структуру доходов и расходов. Может быть оценен уровень стресса посредством оценки ставки дисконтирования. Позволяет учесть интересы всех участников (и инвестора, и собственника). Ориентация метода на перспективу и будущие доходы.	Высокая зависимость от внешних и внутренних факторов. Не может быть применен для компаний, находящихся в процессе ликвидации. Высокий риск ошибки в процессе выбора ставки дисконтирования. Высокая трудоемкость сбора данных.
	Метод капитализации	Возможно учесть риски для бизнеса посредством расчета ставки капитализации. Учитывает конъюнктуру рынка. Учитывает прогнозируемые доходы	Может быть применен только в отношении стабильных компаний, долго находящихся на рынке. Не учитывает материальные и нематериальные активы. Высокий риск ошибок в прогнозируемых показателях. Высокая трудоемкость сбора и анализа данных
Рыночный подход	Метод компании-аналога	Позволяет показать достижения предприятия Формируется на базе рыночных данных о компании Учитывает специфику конъюнктуры рынка	Не в полном объеме учитывает показатели деятельности компании Ожидаемые результаты инвесторов не учитываются Формируется на основе ретроспективных данных

Наименование подхода	Метод подхода	Достоинства	Недостатки
			Может быть применим исключительно при наличии аналогичной компании Высокая трудоемкость сбора и анализа данных
	Метод сделок	Позволяет учесть, как отрасль влияет на стоимость акций компании	Высокий риск использования некорректных и недостоверных данных Высокая трудоемкость сбора и анализа данных Может быть применим исключительно при наличии аналогичной компании
	Метод отраслевых коэффициентов	Учитывает специфику конъюнктуры рынка Прост в использовании	Формируется на основе ретроспективных данных Высокая трудоемкость сбора и анализа данных Может быть применим исключительно при наличии аналогичной компании
Затратный подход	Метод чистых активов	Прост в использовании Позволяет учесть производственно-хозяйственные факторы и их влияние на изменение стоимости активов	Носит статистический характер Применим в ограниченном перечне отраслей
	Метод балансовой стоимости	Прост в использовании Формируется на основании балансовых данных	Балансовая стоимость не способна отразить планируемые доходы Не отображается стоимость в целом
	Метод ликвидационной стоимости	Используется в условиях ускоренной ликвидации, или в экстремальных условиях	Имеет тесную зависимость от скорости и причин ликвидации Не учитывает стоимость нематериальных активов Не оценивает прогнозируемую прибыль
	Метод сверхприбыли	Делит стоимость компании на стоимость материальных и нематериальных активов	Характеризуется низкой точностью расчетов

Представленный сравнительный анализ позволяет сделать вывод, что именно доходный подход является основным способом оценки стоимости действующей компании, поскольку он основан на прогнозируемых будущих доходах, которые она сможет принести владельцу. Этот подход учитывает, что стоимость компании напрямую зависит от ее способности генерировать прибыль в будущем, а также принимаются во внимание такие факторы, как риски и временная стоимость денег (через ставку дисконта).

Рассматривая структуру капитала через призму метода дисконтирования доходного подхода важно заметить, что именно ставка дисконтирования позволяет провести оценку риска вложения собственных средств, которая может быть найдена в соответствии со следующей формулой:

$$R_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

где R_e – нормируемый показатель доходности на собственный капитал (rate estimated);

R_f – доходность безрисковых активов (rate free);

β – коэффициент бета (измеритель риска вложений);

R_m – среднерыночная норма прибыли (rate market).

При этом коэффициент β выступает показателем, зависящим от результатов торгов на фондовом рынке, соответственно, на данный показатель оказывает влияние общая структуры отрасли, при этом учет отдельных характерных особенностей конкретного предприятия, собственные и заемные средства данного предприятия не осуществляется.

Оценка риска вложения собственных средств должна также учитывать критерий/коэффициент, который напрямую зависит от деятельности компании. К наиболее значимым критериям относятся:

- степень государственной поддержки компании;
- степень использования отечественного сырья и материалов в общей структуре, т.е. уровень импортозамещения;
- уровень квалификации сотрудников и руководителей;
- зависимость от государственных и частных покупателей и поставщиков;
- доступность капитала.

Рассматривая данные критерии через призму структуры капитала, следует выделить два основных критерия:

- уровень импортозамещения;
- доступность капитала.

Уровень импортозамещения зависит от структуры капитала компании, поскольку она определяет финансовую устойчивость и доступ к средствам для инвестиций в новые технологии и производственные мощности. Компания с более высокой долей собственного капитала (собственный капитал) более устойчива к рискам, связанным с импортозамещением, и легче финансирует долгосрочные проекты. В то же время, высокая доля заемного капитала (заемный капитал) может стимулировать более быстрые и агрессивные шаги в импортозамещении, если проект обеспечивает достаточную рентабельность, но повышает финансовые риски при неудаче.

Доступность капитала напрямую зависит от заемных средств на балансе. При этом, как правило, учитывается то, что в связи с финансовым кризисом и массовым снижением объемов кредитования значительно затрудняется доступ к капиталу, особенно для компаний, имеющих неблагоприятные показатели ликвидности и финансовой устойчивости [Мартынова, 2011].

Соответственно, в процессе оценки стоимости капитала при слиянии и поглощении важным выступает пересмотр метода оценки риска вложения собственных средств посредством дополнения его коэффициентами/критериями, позволяющими оценить доступность капитала и уровень импортозамещения. В том случае если в процессе M&A компания планирует осуществить рефинансирование долгов, то значимым выступает и корректировка стоимости привлечения заемных средств с учетом выделенных критериев. Это обусловлено тем, что в процессе M&A изменение структуры капитала компании может быть обусловлено методом финансирования самой сделки.

Также значимым выступает исследование структуры капитала после процедуры слияния и поглощения. Анализ российского рынка M&A демонстрирует значительную вариацию мультипликаторов оценки в зависимости от отраслевой принадлежности компаний-целей. Так, в таблице 2 представлены показатели рентабельности активов Российской компаний,

прошедших процедуру слияния и поглощения в 2024 году.

Таблица 2 – Показатели рентабельности активов Российской компаний, прошедших процедуру слияния и поглощения в 2024 году

Наименование показателя	Среднее значение	Минимальное значение	Максимальное значение
Ro_a – рентабельность активов	0,0442	-0,6025	0,9425
Ro_e – рентабельность собственного капитала	0,0895	-1,495	3,625
LC – Изменение коэффициента кредитного плеча	0,0118	-0,6125	0,6425
EM – Мультипликатор собственного капитала	2,981	-0,146	15,95
LD – Дефицит кредитного плеча	0,0051	-0,269	0,658
FZ – Размер компании	21,98	14,12	27,563
GRWT – Рост компании	1,31	0,000	15,214
MoP – Способ оплаты	0,9008	0,0000	1,0000

В таблице 3 представлены коэффициенты корреляции между исследуемыми переменными. Из таблиц видно, что коэффициенты корреляции всех переменных меньше 0,90, что свидетельствует об отсутствии мультиколлинеарности в выборке.

Таблица 3 – Корреляционная матрица результатов

Наименование показателя	LC	LD	EM	MoP	FZ	GRWT
LC	1					
LD	0,315**	1				
EM	0,0211	0,0925**	1			
MoP	0,0031*	-0,0712**	-0,0112*	1		
FZ	-0,0699*	-0,1466**	0,1125**	0,0093*	1	
GRWT	-0,0048	0,151**	0,00822*	0,0813*	-0,141**	1

*, **, *** обозначают статистическую значимость на уровне 10%, 5% и 1% соответственно.

Результаты регрессионного анализа, полученные с помощью двухэтапной системы обобщенного метода моментов (GMM). Финансовые показатели приобретателя оценивались с использованием Ro_a и Ro_e . Коэффициент при каждой переменной представлен соответствующим значением стандартной ошибки. Ro_a – это отношение чистой прибыли к общим активам, Ro_e – это отношение чистой прибыли к собственному капиталу, LC, LD, EM, FZ – естественный алгоритм для общей выручки, а возможность роста (GRWT) – это отношение рыночной стоимости к балансовой – таблица 4.

Таблица 4 – Оценки коэффициентов в рамках обобщенного метода моментов (GMM) после M&A

Наименование показателя	Значение	Уровень корреляции
Ro_e	0,064**	0,002
LC	-0,210**	0,072
LD	0,265**	0,125
EM	-0,090**	0,002
MoP	0,387	0,120
FZ	0,058**	0,026
GRWT	0,062**	0,014

Была обнаружена отрицательно значимая связь между LC и Ro_e после M&A у приобретателей на уровне 5% ($\beta = -0,210$ $p < 0,05$). Результаты исследования показывают, что компании с более высоким коэффициентом левериджа могут увеличивать агентские издержки, угрожая банкротством. Возникающая в результате проблема агентских издержек может оказать неблагоприятное влияние на владельцев капитала приобретателей и ухудшить их Ro_e . После поглощений финансовая структура компании заметно меняется, вынуждая обслуживание долга иметь приоритет, что снижает финансовую гибкость руководства и влияет на процесс создания акционерной стоимости

LD характеризуется положительной зависимостью от Ro_e приобретателя ($\beta = 0,265$ $p < 0,05$). Это отражает то, что более высокий уровень задолженности сверх оптимального уровня левериджа увеличивает риск финансовой нестабильности, вынуждая руководство отдавать приоритет проектам с положительной чистой приведенной стоимостью (NPV), что может привести к максимизации акционерного богатства, в результате чего повышается Ro_e .

Имеется отрицательная значимая связь между EM и Ro_e на уровне 5% ($\beta = -0,090$, $p < 0,05$). Это свидетельствует о том, что в период после слияний и поглощений рентабельность собственного капитала покупателей незначительно снижается, а доходность собственного капитала растет.

Результаты исследования демонстрируют положительно значимую связь между контрольными переменными FZ и «рентабельность собственного капитала» на уровне 5% и Размер фирмы и Ro_e на уровне 10%. Положительная связь предполагает, что крупные фирмы повышают производительность фирмы, в первую очередь за счет большего охвата и экономии от масштаба, получаемой приобретателем. Кроме того, возможности роста имеют значимую положительную связь с рентабельностью собственного капитала ($\beta = 0,058$, $p > 0,05$). Это говорит о том, что возможности роста создают новые проекты, генерирующие положительный чистый приведенный доход, тем самым улучшая производительность фирмы. Тем не менее, результаты демонстрируют незначимую связь между MoP и производительностью сделок слияния и поглощения после слияния.

Заключение

Результат проведенного исследования позволяет сделать следующие основные выводы:

- Наиболее эффективным подходом к оценке структуры капитала после слияния и поглощения выступает именно доходный подход. При этом классическая методика применения доходного подхода характеризуется определенными недостатками, в частности, не позволяет учесть специфику деятельности предприятия и современную экономическую ситуацию в мире. Так, в качестве предложения выступает дополнение классической формулы доходного подхода дополнительными коэффициентами/критериями, позволяющими оценить доступность капитала и уровень импортозамещения. В том случае если в процессе M&A компания планирует осуществить рефинансирование долгов, то значимым выступает и корректировка стоимости привлечения заемных средств с учетом выделенных критериев.
- Исследование структуры капитала компаний через критерий рентабельности активов Российской компаний, прошедших процедуру слияния и поглощения в 2024 году, позволил выявить прямые и обратные зависимости между основными финансовыми показателями. Результаты исследования демонстрируют значительную положительную связь между дефицитом кредитного плеча и финансовыми показателями приобретателя

в период после слияния и поглощения. Несмотря на это, представленные данные позволяют сделать вывод, что процедура слияния и поглощения будет являться эффективной, так как позволит оптимизировать структуру капитала благодаря тому, что получаемые выгоды существенно превысят затраты.

Библиография

1. Лазарев А.А. Современные методы оценки стоимости компании-цели в процессах M&A // Вестник евразийской науки. 2025. Т. 17, № S4.
2. Мартынова В.С. Влияние структуры капитала на стоимость бизнеса при слиянии и поглощении // Стратегические решения и риск-менеджмент. 2011. № 5. С. 102–105.
3. Омаров М.З. Оценка бизнеса: подходы к определению стоимости компании // Тенденции развития науки и образования. 2020. № 62-6. С. 68–70.
4. Петренко С.Н., Миколук А.М. Анализ подходов и методов оценки стоимости предприятия // Экономика и управление: проблемы, решения. 2025. Т. 12, № 4(157). С. 49–57.
5. Петров М.В. Методы оценки стоимости компании: теория и практика справедливой ценности // Человек. Социум. Общество. 2024. № S8. С. 238–248.

Capital Structure as an Important Criterion for Company Valuation in Mergers and Acquisitions

David Yu. Lalaev

Master's Degree Holder,
Moscow "Synergy" University,
125190, 80, Leningradsky ave., Moscow, Russian Federation;
e-mail: Lalayev.david@gmail.com

Abstract

The result of a merger and acquisition procedure involves significant transformational processes in the capital structure. Accordingly, an important stage during forecasting is the effective assessment of the impact of these processes on the company's final value. The article analyzes the influence of companies' capital structures on value creation in merger and acquisition deals. The selection of the most effective approach to company valuation in mergers and acquisitions is presented. It is revealed that the traditional income method requires supplementation with additional coefficients/criteria that allow for assessing capital availability and the level of import substitution, which are shaped by modern economic conditions. The process of changes in company value is also examined, within which dependencies between return on assets, return on equity, and other factors (changes in the leverage ratio, equity multipliers, leverage deficit, etc.) after a merger and acquisition deal are identified.

For citation

Lalaev D.Yu. (2025) Struktura kapitala, kak vazhnyy kriteriy otsenki stoimosti kompanii pri sliyanii i pogloshchenii [Capital Structure as an Important Criterion for Company Valuation in Mergers and Acquisitions]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 15 (10A), pp. 450-459. DOI: 10.34670/AR.2025.81.51.047

Keywords

Capital structure, transformational processes, merger, acquisition, import substitution, capital availability, economic valuation, company value.

References

1. Lazarev, A. A. (2025). Sovremennyye metody otsenki stoimosti kompanii-tseli v protsessakh M&A [Modern methods of valuing the target company in M&A processes]. *Vestnik evraziiskoi nauki*, *17*(S4).
2. Martynova, V. S. (2011). Vliianie struktury kapitala na stoimost biznesa pri sliyanii i pogloshchenii [The impact of capital structure on business value in mergers and acquisitions]. *Strategicheskie resheniia i risk-menedzhment*, (5), 102–105.
3. Omarov, M. Z. (2020). Otsenka biznesa: podkhody k opredeleniiu stoimosti kompanii [Business valuation: Approaches to determining company value]. *Tendentsii razvitiia nauki i obrazovaniia*, (62–6), 68–70.
4. Petrenko, S. N., & Mikoliuk, A. M. (2025). Analiz podkhodov i metodov otsenki stoimosti predpriatiia [Analysis of approaches and methods for assessing the value of an enterprise]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniia*, *12*(4(157)), 49–57.
5. Petrov, M. V. (2024). Metody otsenki stoimosti kompanii: teoriia i praktika spravedlivoi tsennosti [Methods of company valuation: Theory and practice of fair value]. *Chelovek. Sotsium. Obshchestvo*, (S8), 238–248.