

УДК 336.1

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСАМИ КОРПОРАЦИИ В УСЛОВИЯХ НЕСОВЕРШЕННОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

© 2013 Е.А. Кандрашина*

Ключевые слова: корпоративное управление, финансовый рынок, финансовые модели, финансовые ресурсы, финансовые стратегии, совершенный рынок, корпорация.

Рассматривается несоответствие реальных условий функционирования финансовых рынков модели совершенного рынка путем определения допущений, на которых основано понятие совершенного финансового рынка, и выявления отклонений в целях их учета при практическом применении финансовых моделей для разработки финансовых стратегий корпораций.

Формирование эффективного финансового рынка в России является необходимым условием ее экономического развития, требующим инвестиций, и именно финансовый рынок должен обеспечивать предоставление их большей части.

Механизм функционирования финансовых рынков является предметом постоянного внимания национальных и международных финансовых регуляторов и ученых-экономистов, предлагающих модели, описывающие функционирование рынков и подходы к выбору оптимальных финансовых стратегий.

В общем виде модель представляет собой условный, упрощенный образ реального объекта или процесса, который создается для более глубокого изучения действительности. Любая модель строится применительно к стандартизированным, идеализированным условиям. Фактические условия протекания событий, описываемых моделью, естественно, отличаются от базовых условий, для которых она разработана.

При построении финансовых моделей, как правило, делается общее допущение о совершенстве финансовых рынков. Соответственно, корректное применение таких моделей требует понимания существенных характеристик финансового рынка как отклонений от модели совершенного рынка.

Совершенный финансовый рынок - это идеальный механизм, посредством которого происходит обмен финансовыми активами и обязательствами между собственниками финансовых ресурсов - инвесторами и получателями финансовых ресурсов - реципиентами инвестиций.

Понятие совершенного финансового рынка основано на следующих допущениях:

- 1) рынок является открытым и конкурентным;
- 2) инвесторы и реципиенты инвестиций типичны по своей мотивации, экономически рациональны;
- 3) всем участникам рынка равнодоступна информация, необходимая для принятия рационального решения;
- 4) любой участник рынка имеет возможность совершить сделку на типичных условиях;
- 5) отсутствуют трансакционные издержки;
- 6) отсутствуют налоговые обременения или преференции для отдельных инструментов финансирования.

В реальной ситуации какие-либо из указанных допущений, как правило, не выполняются. Совершенный рынок представляет собой абстрактную модель, но она имеет большое значение для проведения анализа фактических условий функционирования рынков и выявления факторов, обуславливающих их неэффективность.

Так, ставшая классической модель Модильяни - Миллера¹ была первоначально разработана с учетом рациональности экономических субъектов и совершенства финансового рынка. Модель описывает зависимость стоимости корпорации от ее будущих доходов, определяя их как единственный фактор влияния и исключая такой фактор, как структура капитала. Позднее Ф. Модильяни и М. Миллер модифицировали свою модель, введя в нее такой фактор несовершенства рынка, как налоговый щит заемно-

* Кандрашина Елена Александровна, доктор экономических наук, профессор Самарского государственного экономического университета. E-mail:kandrashina@sseu.ru.

го финансирования, что существенным образом сказалось на рекомендациях по формированию оптимальной структуры капитала. При этом ценность первоначальной модели состояла в том, что она показала условия, при которых структура капитала не влияет на стоимость корпорации, создав тем самым основу для дальнейшего исследования возможного влияния условий и структуры финансирования.

Рассмотрим логику взаимодействия инвесторов и корпораций - реципиентов инвестиций посредством механизма финансового рынка и определим, какие проявления несовершенства этого рынка оказывают принципиальное влияние на деятельность корпорации (см. рисунок).

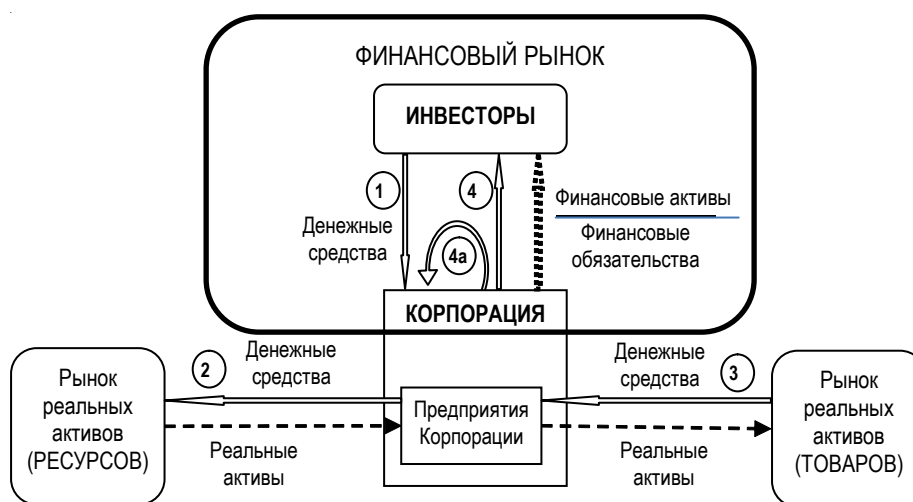


Рис. Экономическая схема корпорации

Объектом предпринимательской деятельности выступают предприятия. Для того чтобы создать предприятие и обеспечить его функционирование, корпорация нуждается в денежных средствах. Корпорация может получить необходимые ей средства путем механизма финансового рынка, привлекая средства инвесторов и предоставляя им в обмен права притязания (обязательственные права) на ее реальные активы и создаваемые ими денежные потоки. Свидетельства, удостоверяющие права притязания для приобретающих их инвесторов, представляют финансовые активы.

Денежный поток (1) возникает, когда корпорация берет на себя финансовые обязательства перед инвесторами, предоставляющими ей свои денежные средства. Полученные денежные средства идут на покупку реальных ценностей, необходимых для создания и функционирования предприятий (2). Если предприятия работают успешно, поступления от реализации

созданных в процессе их функционирования реальных активов обеспечивают больший приток денежных средств (3), чем было затрачено. Дополнительно полученные денежные средства (3)-(2) либо возвращаются инвесторам (4), либо реинвестируются (4a). Инвесторы с готовностью дадут корпорации деньги на шаге (1) только при условии, что решения, принимаемые на шаге (2), дадут соразмерный доход на шаге (3)².

Как доказали Ф. Модильяни и М. Миллер, в условиях совершенного финансового рынка, финансовые результаты функционирования корпорации определяются только эффективностью функционирования ее предприятий. Однако дальнейшие многочисленные исследования по-

казали, что на несовершенных рынках финансовые результаты функционирования корпораций и, следовательно, доходы инвесторов существенно образом зависят и от такого фактора, как финансовая стратегия корпорации³.

Как было сказано выше, Модильяни и Миллер выявили влияние структуры финансирования на способность корпорации к созданию стоимости для инвесторов. Введение в первоначальную модель фактора налогообложения привело к установлению следующей зависимости: чем больше объем заемного финансирования корпорации, тем выше цена ее акций. В то же время наращивание заемного капитала, которое вызывает нарушение финансовой устойчивости корпорации, приводит вследствие неудовлетворительной структуры капитала и к возникновению у нее дополнительных финансовых затрат, которые нивелируют экономию на налогах. Модифицированная с учетом этого фактора модель Модильяни - Миллера показывает, что на-

личие определенной доли заемного капитала предпочтительно для корпорации, в то же время чрезмерное использование заемного капитала нежелательно; каждой корпорации свойственна своя оптимальная структура капитала.

Предоставление налоговых преференций при использовании заемного финансирования в той или иной форме является общеупотребительной мировой практикой, что увеличивает стоимость заемного капитала по сравнению с собственным.

Кроме того, на несовершенном рынке инвесторы, покупающие акции компании, берут на себя специфические предпринимательские риски:

- ◆ связанные с существованием агентских конфликтов;

- ◆ связанные с низкой ликвидностью финансового рынка.

Дополнительные риски повышают требования инвесторов к отдаче на инвестированный капитал, т.е. к доходности приобретаемых финансовых инструментов - акций корпорации, что увеличивает стоимость собственного капитала по сравнению с заемным.

Таким образом, несовершенство рынка обуславливает выбор в пользу заемного финансирования по сравнению с наращиванием собственного капитала корпорации.

Однако существуют ситуации, когда у корпорации возникает необходимость нарастить именно собственный капитал. Собственный капитал может формироваться как за счет внешних источников с помощью такого финансового инструмента, как эмиссия акций (шаг 1 на рисунке), так и за счет внутреннего источника - нераспределенной прибыли корпорации (шаг 4а). На совершенном рынке эти варианты наращивания собственного капитала могут рассматриваться как взаимозаменяемые источники финансирования, которые имеют одинаковую стоимость. На несовершенном рынке привлечение внешнего собственного капитала оказывается дороже, чем внутреннего. Удорожание связано как с прямыми издержками (оплата услуг консультантов и андеррайтеров, организация информационных встреч с потенциальными инвесторами - roadshow), так и с косвенными, когда рынок отказывается платить справедливую цену за новые акции и появляется дисконт цены размещения.

Причинами появления дисконта цены выступает такое проявление несовершенства рын-

ка, как ограниченная доступность информации. Проблемы информационной асимметрии рынков и влияние подаваемых информационных сигналов на принятие решений (сигнальная теория) описаны в 1970-х гг. американскими экономистами М. Спенсом, Дж. Акерлофом и Дж. Стиглицем⁴.

Стоимость финансовых активов определяется ожиданиями инвесторов в отношении будущих доходов. Эти ожидания опираются как на общие прогнозы развития рынка, так и на сигналы, подаваемые самими корпорациями об условиях и перспективах своего развития. Недостаток информации повышает для инвесторов неопределенность будущих доходов, увеличивая их требования к будущим доходам и снижая тем самым их современную стоимость. Дж. Акерлоф доказал, что недостаточная информация о качестве продаваемого товара приводит к постоянному снижению цен вплоть до исчезновения рынка⁵.

Согласно сигнальной теории, выпуск акций рассматривается рынком как сигнал о том, что акции корпорации переоценены. С позиций менеджеров корпорации проводить эмиссию акций, привлекая дополнительный собственный капитал с финансового рынка, имеет смысл тогда, когда стоимость акций максимальна, т.е. в их текущей стоимости полностью отражены ожидания в отношении будущих доходов корпорации. Привлечение нового капитала приводит к размыванию будущих доходов и создает предпосылки для снижения стоимости акций. Соответственно, рациональные инвесторы согласятся предоставить корпорации дополнительный капитал только при условии, что новые акции будут предложены на рынке с дисконтом к их фундаментальной стоимости, который уравнивает доход от акций для новых и для существующих собственников.

Таким образом, для современного финансового рынка характерен ряд отклонений от модели совершенного рынка, которые приводят к различиям в ценообразовании на разные типы финансовых инструментов. К ним следует отнести наличие трансакционных издержек и предоставление государством налоговых преференций для долговых инструментов финансирования. На современном этапе развития финансового рынка эти проявления его несовершенства имеют характер

системообразующих, формирующих сегменты долгового и долевого финансирования.

В то же время первые четыре из рассмотренных выше допущений, на которых основано понятие совершенного финансового рынка, являются важными условиями его функционирования. От того, насколько полно выполняются эти условия, зависит эффективность функционирования финансового рынка. Отклонения же от модели совершенного рынка представляют собой проблемы, решение которых находится в центре внимания государства. Во всем мире развитие финансовых рынков идет по пути преодоления таких отклонений.

1. Проблема недостаточной емкости и ликвидности финансового рынка, что приводит к завышению уровня цен на финансовые ресурсы и снижению устойчивости рынка. В условиях глобализации обостряется конкуренция между национальными финансовыми рынками. Финансово-экономический кризис ускорил процесс перераспределения капитала и операций между существующими и формирующимися финансовыми центрами. Правительства и развитых, и развивающихся стран активно решают задачи повышения привлекательности национальных финансовых рынков и развития международных или региональных финансовых центров.

2. Проблема недобросовестной торговли на финансовом рынке. Эта проблема возникает в условиях, когда существуют ограничения на доступ к информации. Примерами недобросовестной торговли являются манипулирование ценами со стороны крупных участников рынка, а также инсайдерская торговля на основе конфиденциальной информации.

В развитых странах действует целая система законодательных мер для борьбы с инсайдерскими сделками и манипулированием на финансовых рынках, которые рассматриваются в качестве серьезных правонарушений. Почти 90 стран мира приняли соответствующее законодательство, но активно применяют его только 38⁶.

3. Проблема ограниченного доступа иностранных инвесторов к тем или иным финансовым активам. Ограничения на осуществление иностранных инвестиций характерны в основном для развивающихся стран, однако даже среди стран - членов Организации эконо-

номического сотрудничества и развития существуют ограничения на приобретение акций иностранными инвесторами. Наибольшее количество ограничений установлено в Исландии, Канаде, Турции, Мексике, Австрии, Австралии, Южной Корее, Японии⁷.

4. Проблема присутствия на рынке участников со спекулятивными мотивами. Так, 70% всех операций на европейском финансовом рынке проводится не с целью долгосрочного вложения средств и не для того, чтобы обеспечить нормальное функционирование производства или торговли, а исключительно в спекулятивных целях. Предполагается, что европейский долговой кризис порожден именно действиями финансовых спекулянтов. В связи с этим в январе 2012 г. канцлер Германии А. Меркель и президент Франции Н. Саркози заявили, что будут добиваться введения в странах ЕС специального налога на финансовые операции⁸.

В настоящее время Россия сталкивается со всеми перечисленными проблемами несовершенного финансового рынка. Рассмотрим специфику их проявления на отечественном финансовом рынке на современном этапе его развития.

Ключевой проблемой следует признать проблему недостаточной емкости финансового рынка. Российский финансовый рынок по-прежнему остается преимущественно банковским. Капитализация внутреннего рынка акций в 2012 г. составила 817 млрд долл., чуть больше 40% от ВВП, в то время как для развитых стран коэффициент "капитализация рынка акций/ВВП" колеблется в районе 1 (рынок американских акций торгуется на уровне 1,05⁹). При этом рынок является высококонцентрированным - более 60% рынка приходится на десять крупнейших эмитентов. Фактически закрытым остается первичный рынок: российские эмитенты по-прежнему более 90% своего финансирования привлекают за рубежом¹⁰.

Емкость рынка определяется сложившимся соотношением спроса и предложения. Соответственно, повышение емкости финансового рынка требует роста активности как инвесторов, так и реципиентов инвестиций - корпораций.

Основным фактором, ограничивающим рост спроса на финансовые ресурсы со сторо-

ны корпораций, выступает их высокая стоимость, определяемая ограниченным предложением в условиях высокой неопределенности.

В свою очередь, отсутствие достаточно надежной информации об условиях функционирования корпораций - реципиентов инвестиций и потенциале генерирования ими финансовых результатов в долгосрочном периоде лишает потенциальных инвесторов стимулов к размещению финансовых ресурсов на российском финансовом рынке.

С одной стороны, проблема связана с нестабильностью политической и правовой ситуации. С другой стороны, низкий уровень доступности информации, необходимой для принятия рационального решения, обусловлен недостаточной информационной прозрачностью корпораций. Информация о масштабах производства и используемых технологиях, о доле рынка компании и ее динамике, об инвестиционных планах - все это является сигналами, адекватно воспринимаемыми инвесторами, особенно российскими. Технология раскрытия информации еще не развита в России¹¹.

Тенденции развития российского финансового рынка в целом соответствуют мировым в плане его совершенствования. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г.¹² определяет следующие задачи развития финансового рынка:

- ◆ повышение емкости и прозрачности финансового рынка;
- ◆ обеспечение эффективности рыночной инфраструктуры;
- ◆ формирование благоприятного налогового климата для его участников;
- ◆ совершенствование правового регулирования на финансовом рынке.

Реализация перечисленных задач будет способствовать повышению у потенциальных участников стимулов к совершению сделок, что должно оказать позитивное влияние на эффективность функционирования финансового рынка.

Важным условием преодоления рассмотренных проблем, определяющих несовершенство современного финансового рынка Рос-

сии, является подготовка нового поколения менеджеров, обладающих, в числе прочих, компетенциями в сфере управления финансами - компетенциями оценки принимаемых управленческих решений с позиций их влияния на движение финансовых ресурсов, вовлеченных в деловой оборот корпорации, и финансовые результаты ее функционирования.

¹ Ф. Модильяни и М. Миллер - лауреаты Нобелевской премии по экономике. Модильяни был удостоен этой награды в 1985 г. - среди прочего и за работы, связанные с управлением финансами, а Миллер - в 1990 г. за работы по структуре капитала и за более поздние труды.

² См.: Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов : пер с англ. М., 2007. С. 5-6; Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. М., 1997. С. 534-535.

³ Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор : учеб.-практ. пособие. М., 2011. С. 293.

⁴ М. Спенс, Дж. Акерлоф и Дж. Стиглиц - лауреаты Нобелевской премии по экономике. Удостоены этой награды в 2001 г. за анализ рынков с асимметричной информацией.

⁵ Довбенко М.В., Осик Ю.И. Современные экономические теории в трудах нобелиантов. М., 2011. URL: <http://www.monographies.ru/129>.

⁶ Тобак А. Закона об инсайдерской информации бизнесмены ждали 10 лет. URL: <http://investcafe.ru/blogs/56420185/posts/29706>.

⁷ Бортников Ю. Ограничения на приобретение акций иностранными инвесторами в зарубежных странах // Рынок ценных бумаг. 2008. □ 15 (366). URL: <http://www.vegaslex.ru/text/31815>.

⁸ Налог на деньги // Коммерсантъ. Власть. 2013. 20 мая (□ 19 (1024)). URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2186975/print>.

⁹ Черноморов А. Рынок США еще дешевле // Эксперт. 2013. □ 29 (860). URL: <http://expert.ru/expert/2013/29/ryinok-ssha-esche-deshev>.

¹⁰ Срочно нужен инвестор // Российская газета. 2013. 21 мая. URL: <http://www.rg.ru/2013/05/21/rinki.html>.

¹¹ Жабин А.П., Корнеева Т.А. Актуальные вопросы корпоративного контроля: управление стоимостью компании // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2007. □ 4. С. 79.

¹² Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года : [утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 дек. 2008 г. □ 2043-р].

Поступила в редакцию 23.05.2013 г.