

Проблемы и особенности формирования стратегий финансирования с учетом различия интересов

Красильникова Елена Вадимовна

Аспирантка 1-ого года

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова,

экономический факультет, Москва, Россия

Krasilnikova_lena@list.ru

Стратегия привлечения финансирования на растущем рынке капитала является значимым фактором увеличения потенциала компании, создания ее стоимости, повышения благосостояния акционеров в долгосрочном периоде при наличии издержек, ограничения в доступности тех или иных источников, благоприятных последствий привлечения инвестиций различными способами. Существенным для таких компаний является постоянный приток вложений в условиях отсутствия достаточных средств собственников, барьеров и высокой стоимости привлечения банковского капитала.

Различие целей и противоречия интересов основных акторов компании определяет формирование стратегий финансирования, не всегда ориентированных на долгосрочное создание стоимости – при использовании доступных источников. Наблюдается неразработанность методологии выбора источника привлечения капитала с учетом агентских проблем и стадий жизненного цикла компании.

В условиях высокой концентрации собственности, незначительной роли менеджмента в управлении компанией, являющегося, как правило, крупным собственником, конфликт интересов акционеров – управляющих в меньшей степени воздействует на стратегии финансирования. Напротив, различие интересов крупных стейкхолдеров оказывает влияние на формирование стратегий.

Стадии жизненного цикла компании и проявляемые на них агентские противоречия формируют стратегии выбора источников финансирования. Акционеры с преимущественно распыленной структурой собственности ориентированы на рост долга на стадии развития компании и выпуск акций на стадии зрелости в силу снижения рисков, повышения репутации фирмы и уменьшению стоимости собственного капитала. Российские мажоритарии используют нераспределенную прибыль как источник финансирования в условиях высокой стоимости и ограниченности заемного капитала.

Результаты эмпирического исследования крупных публичных нефинансовых компаний с 2005 г. по 2010 г. на основе анализа панельных данных выявили отрицательную зависимость соотношения величины долга к собственному капиталу фирмы от концентрации собственности. Кроме того, было определено прямое влияние оборачиваемости активов и обратное влияние оборачиваемости дебиторской задолженности на левередж как положительных и отрицательных критериев качества управления компанией менеджментом [1].

В России наблюдается иной способ создания компаний, высокая концентрация собственности, давление государства, что обуславливает необходимость учета страновых особенностей при формировании стратегий, в том числе – привлечения финансирования и фокусирования на внутрифирменные характеристики компаний.

Различными являются предпочтения в способах привлечения финансирования для компаний в странах, ориентированных на банки и на рынок капитала. У фирм с неограниченным доступом на рынок капитала скорость приспособления к целевой

структуре капитала на 50% быстрее, нежели у фирм, использующих преимущественно банковские кредиты. Кроме того, при наличии зависимости от банков, наблюдается преобладание краткосрочного долга [3].

Макроэкономические показатели, такие как темп роста инфляции и ВВП, индекс коррупции; институциональные факторы - развитие и эффективность финансовой системы, права акционеров и кредиторов, особенности и традиции права – также оказывают устойчивое влияние на стратегии привлечения капитала.

Для компаний с высокими ограничениями кредиторами, давлением государственных органов, барьерами входа на рынок, слабой защитой прав акционеров характерно незначительное изменение целевой структуры капитала.

Экономический смысл зависимости структуры капитала компании от выявленных факторов может быть представлен в виде модели регрессионного анализа:

$$L = c + \beta_a * A_a + \beta_c * C_c + \beta_s * S_s + \beta_v * V_v + u$$

где L –

оцениваемый показатель структуры капитала компании, представленный как уровень долговой нагрузки, измеряемый отношением долга (балансового и рыночного, долгосрочного и краткосрочного, публичного и частного) к собственному капиталу;

A_a – переменные, характеризующие агентские проблемы компании, уровень концентрации собственности, типы корпоративных конфликтов, качество управления компанией со стороны менеджеров; $a = 1, \dots, A$, где A – число исследуемых факторов;

C_c – контрольные переменные – основные детерминанты структуры капитала: размер компании, недолговой щит, рентабельность активов и собственного капитала; $c = 1, 2, 3$;

S_s – страновые характеристики: макроэкономические показатели – темп роста ВВП и инфляции; институциональные особенности – эффективность финансовой системы (соотношение стоимостного объема торгов на внутренних фондовых биржах к ВВП), доступ к рынку капитала (спред доходности государственных облигаций и казначейских облигаций США); идентификаторы стран, ориентированных на банки и на рынок капитала; $s = 1, \dots, S$, где S – число исследуемых страновых различий;

V_v – внутрикорпоративные и отраслевые особенности компании: стадия жизненного цикла; наличие у компании барьеров доступа к рынку капитала – спред доходности корпоративных облигаций и государственных; давления в отрасли; $v = 1, 2, 3$.

Необходим системный подход, учитывающий взаимодействие агентских проблем, стадий жизненного цикла, внутрифирменных характеристик, страновых особенностей к формированию структуры капитала; а также - методика принятия решений, поэтапное формирование структуры капитала российскими компаниями.

Литература

1. Красильникова Е.В. Проблемы формирования стратегий компании при наличии агентских противоречий. Институциональная экономика, развитие, преподавание, приложение, Т. 1, ГУУ, 2011
2. Cook D. O., Tang T. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed// Journal of Corporate Finance. 2010. Vol. 16. P. 73–87
3. Korajczyk R., Levy A. Capital structure choice: macro economic conditions and financial//Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 68. P. 75–109