

О. Л. Маргания¹

канд. экон. наук, декан экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета

ОСОБЕННОСТИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОРПОРАТИВНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Рисковость капитальных вложений требует адекватного увеличения их доходности. При этом структура капитала предприятия, в конечном счете, не влияет на его эффективность, поскольку средневзвешенная цена капитала не зависит от его структуры. Институциональная экономическая теория расширяет микроэкономический анализ, вовлекая в него новые факторы, которые не учитывались ранее. К ним относятся факторы неполноты информации, недоопределенности прав собственности, факторы ожидания (прогнозируемые результаты деятельности имеют характер математического ожидания), факторы коллективных действий в ситуации коллективного выбора и существования институтов.

Корректировка неоклассического подхода со стороны институциональной теории базируется на недостатках рыночного механизма. В нем заложены факторы дополнительных издержек, которые делают выгодным обособление тех или иных производств, выделение их в отдельные предприятия. На несовершенном рынке трансакции не бесплатны, они ведут к некоторым издержкам.

Во-первых, это трансакционные издержки, возникающие до заключения сделки, так как контрагенты не располагают полной информацией, позволяющей оценивать рынок.

Во-вторых, это трансакционные издержки, возникающие в связи с недоопределенностью и несовершенством отношений собственности. Эти издержки возникают обычно уже после заключения контракта и в момент его заключения.

Институциональная теория предполагает, что рынок принципиально информационно несовершенен и что сделка имеет определенную стоимость, в том числе стоимость приобретения информации. Всегда имеют место трансакционные издержки по приобретению информации, либо позитивные, если осуществляются затраты на приобретение информации, либо негативные, если происходит отказ от приобретения информации и из-за этого возникает убыток. Таким образом, совершенство рынка оплачивается всякий раз трансакционными издержками по приобретению информации, а также, что немаловажно, трансакционными издержками по спецификации и охране прав собственности.

Структура корпоративных предприятий приводит к определенным особенностям в процессе принятия как инвестиционных, так и финансовых решений. Одной из основных специфических черт корпоративного предприятия является разделение собственности и управления. В условиях неполноты информации

¹ Эл. адрес: moffice@econ.spbu.ru

несовпадающие интересы заинтересованных сторон могут оказывать различное влияние, в том числе и на решения о структуре капитала предприятия.

Особенности корпоративных структур управления способствуют большей свободе деятельности наемных менеджеров, в частности, что касается следования личным интересам за счет собственников предприятия. Имеет место ситуация оппортунизма (Оценка бизнеса, 2000).

Оппортунизм определяется как преследование личного интереса, когда субъект при отсутствии контроля над собой использует неполноту контракта для достижения своих целей за счет контрагента.

Как отмечают большинство исследователей, возникающие в этой связи вопросы, по существу, представляют собой проблемы субъективного риска со стороны управляющих в отношении контроля затрат и максимизации стоимости предприятия. Субъективный риск является формой постконтрактного оппортунизма, возникающей тогда, когда действия, влияющие на уровень эффективности, не поддаются свободному наблюдению, вследствие чего лицо, выполняющее эти действия, может предпочесть удовлетворить свои личные интересы за счет других. Так, наемные управляющие в большей степени, чем собственники, заинтересованы в долговечности и росте предприятия. Растущие предприятия предоставляют больше возможностей для карьерного роста, оплата труда высших руководителей, как правило, возрастает вместе с ростом предприятия. С другой стороны, в тех случаях, когда предприятие ликвидируется, признается банкротом, продается или поглощается другими владельцами, ликвидируются высокооплачиваемые должности в аппарате управления. Кроме того, наемные управляющие будут склонны расходовать чрезмерно крупные средства на обеспечение собственного вознаграждения, вознаграждения своих подчиненных и прочих работников, поскольку они несут лишь часть связанных с этим издержек.

Эти тенденции усугубляются в тех случаях, когда предприятие имеет значительный денежный поток, который представляет собой денежные поступления за вычетом непосредственных расходов, что равносильно сумме прибыли и амортизационных отчислений. Свободный денежный поток представляет собой денежный поток за вычетом той суммы, которая может быть прибыльно реинвестирована в предприятие. С позиций эффективности эти средства необходимо возвращать собственникам предприятия путем выплаты дивидендов или выкупа акций. Данные свободные средства могут быть израсходованы собственниками на потребление или для осуществления других инвестиций. Однако наемные управляющие могут неэффективно использовать данные ресурсы внутри предприятия. Кроме того, менеджеры таких предприятий могут проявлять более сильное стремление к выплате чрезмерных вознаграждений и к распределению части созданной стоимости среди работников.

Таким образом, в ситуации существенного денежного потока при финансировании за счет собственного капитала имеет место недостаток эффективных средств, обеспечивающих передачу свободного денежного потока инвесторам. В этих условиях замещение собственного капитала предприятия заемным ставит наемных управляющих перед необходимостью обеспечивать выплаты в счет обслуживания долга — в противном случае они несут риск потери работы в результате банкротства предприятия.

В то же время структура капитала корпоративного предприятия может порождать другой конфликт — между собственниками и кредиторами, центральное место в котором занимает проблема выбора инвестиционных вложений. Если у предприятия нет заемного капитала, то владение акционерным капиталом означает право на все его активы. Поэтому акцию можно рассматривать как опцион на покупку активов предприятия, цена исполнения которого равна сумме

его долговых обязательств, приходящихся на одну акцию. Как известно, цена опциона тем выше, чем больше дисперсия цены подлежащего актива. Таким образом, чем больше рисковость инвестиционных проектов предприятия, тем выше цена его акций при прочих равных условиях. Это означает, что у собственников предприятия существует стимул реализовывать высокорисковые проекты, которые повысят дисперсию доходов предприятия. Прирост стоимости собственного капитала достигается за счет кредиторов. Таким образом, переход к более рискованной инвестиционной политике означает перераспределение стоимости предприятия между собственниками и кредиторами в пользу собственников (эта проблема известна как «проблема замещения активов»). В результате использование заемного капитала порождает агентские издержки, которые включают потери из-за ограничений со стороны кредиторов, в первую очередь ограничения возможности использования доходов. Ограничения могут накладываться на производственную и инвестиционную деятельность, дивидендную политику и политику последующего привлечения финансирования.

Существующая структура капитала может также оказывать влияние на текущую и будущую деятельность предприятия, например, когда высокая доля заемного капитала сочетается с наличием операционных убытков (невозможность реализовать выгодные инвестиционные возможности, издержки угрозы банкротства и т. д.). Существует так называемая проблема чрезмерной финансовой зависимости: предприятие, располагающее выгодными инвестиционными возможностями, не способно профинансировать данные проекты, так как коэффициент его финансовой зависимости превышает допустимый уровень. Чрезмерная финансовая зависимость является злободневным вопросом в контексте экономического развития России. Предприятия с высоким уровнем финансовой зависимости, образовавшейся в основном за счет неэффективного использования краткосрочного кредитования оборотного капитала, не в состоянии привлечь займы, необходимые для финансирования долгосрочных проектов развития, ввиду того, что все прибыли от реализации этих проектов будут направлены уже имеющимся кредиторам.

Банкротство и предбанкротное состояние (связанные с чрезмерным долгом предприятия) сопряжены со значительными издержками, прямыми и косвенными. Прямые издержки включают затраты на оплату труда юристов, бухгалтеров, финансистов, управляющих, работающих над разрешением проблемы и т. п. Косвенные издержки включают снижение продаж, прибылей и понижение кредитного рейтинга, которое затрудняет получение кредитов (в том числе товарных) и размещение ценных бумаг.

В то же время заемный капитал может обеспечивать предприятию определенные преимущества. Согласно институциональной теории, при наличии информационной асимметрии у относительно менее информированной стороны появляются стимулы для ориентации на решения (сигналы), принимаемые лучше информированной стороной. В качестве сигнала могут выступать и решения о структуре капитала предприятия. Так, известно, что использование заемного капитала приводит к увеличению финансового риска предприятия. Однако для предприятий с более высокими ожидаемыми денежными потоками при прочих равных условиях вероятность реализации риска ниже, поэтому использование долгового финансирования рассматривается как положительный сигнал о качестве управления инвестициями. Более высокая доля заемного капитала служит для рынка сигналом, указывающим на более высокую доходность предприятия.

Таким образом, наличие заемного капитала может оказывать как положительное, так и отрицательное влияние на эффективность деятельности корпорации.

Положительные стимулирующий и сигнальный эффекты долга растут с увеличением объемов заимствования. Однако данный эффект уменьшается и в конечном итоге исчезает, когда объемы заимствований становятся весьма значительными. При этом с ростом долга угроза банкротства, проблемы «чрезмерной финансовой зависимости» и «замещения активов» оказывают все более сильное негативное влияние, в результате отрицательные эффекты долговой нагрузки растут более быстрыми темпами. В результате разнонаправленное влияние заемного капитала на стоимость предприятия может приводить к ситуации, когда можно зафиксировать некий оптимум в структуре капитала.

Таким образом, ослабление предпосылок неоклассической экономической теории приводит к тому, что структуру капитала можно рассматривать как самостоятельный фактор эффективности деятельности предприятия (а именно фактор, влияющий на стоимость предприятия). При этом варьирование структурой капитала позволяет управлять эффективностью деятельности безотносительно внутренних параметров предприятия.

Также необходимо рассмотреть вопрос об определении затрат на капитал для крупного корпоративного предприятия. Специфика данной проблемы состоит в том, что в отличие от традиционных методов учета стоимости капитала, в которых последний рассматривается как единый финансовый ресурс с одной средневзвешенной и (или) предельной ценой, величина капитала не может быть оценена единым блоком на основе финансовой отчетности.

Кроме того, в данной постановке проблемы может быть подвергнут сомнению тезис о единстве показателя цены капитала для всех подразделений корпорации при существенном отличии параметров процессов и связанных с ними операционных рисков.

В соответствии с концепцией стоимости учета подлежит капитал предприятия, требующий отдачи в будущем со стороны инвесторов, т. е. удовлетворяющий определению инвестированного капитала. При этом, поскольку речь идет о распределении капитала и связанных с его привлечением затрат по отдельным центрам ответственности, в данном контексте он теряет обобщенную форму источника финансирования и должен рассматриваться в контексте распределения ресурсов (активов) предприятия.

В качестве базовой концепции используется модель средневзвешенной цены капитала, складывающейся из стоимости собственных средств, определение которых возможно на основе модели цены капитальных вложений CAPM и цены заемных средств, стоимость которых может быть определена по величине доходности к погашению.

С теоретической и практической точки зрения при наличии у организации незначительных по доле непрофильных активов различиями цены капитала отдельных подразделений можно пренебречь. С теоретической точки зрения данное положение обосновывается концепцией асимметрической информации. Действительно, наличие незначительных непрофильных активов и их доли, как правило, не прозрачны для инвесторов, определяющих конечные параметры рыночного восприятия риска и его цены (рисковой надбавки). С практической точки зрения данное положение обосновано сложностью и трудоемкостью определения частных величин цены капитала и незначительностью их итогового влияния на конечные результаты.

Проблема определения частных показателей цены капитала стоит наиболее остро для организаций, представляющих собой конгломератные образования, непрофильные бизнес-единицы которых имеют значительный вес в общей структуре вложений, а также для корпораций с высоким уровнем вертикальной интеграции бизнеса в рамках отраслевой цепочки.

Конгломератная и вертикально интегрированная организации являются противоположными с точки зрения стратегии развития организации, что определяет формирование операционных рисков организации, а следовательно, стоимость капитала (в соответствии с моделью цены капитальных вложений *SAPM*).

Существенным отличием конгломератно-интегрированной организации является относительная независимость друг от друга процессов отдельных бизнес-единиц. Процессы одной бизнес-единицы и связанные с ними факторы неопределенности, определяющие колеблемость денежных потоков, могут в различной степени коррелировать между собой, однако, поскольку в соответствии с концепцией цены капитальных вложений в условиях эффективного рынка для принятия инвестиционных решений существенным являются только систематические или недиверсифицируемые риски, интеграция активов не приведет к снижению показателя систематического риска каждого из активов.

В ряде источников по теории корпоративных финансов (Карлоф, 1991; Управление организацией, 1999) в качестве обоснования используется предположение о наличии в конгломератном объединении эффекта финансовой синергии, связанного со снижением в диверсифицированной системе риска банкротства, однако проведенные в последнее время исследования показывают, что риски банкротства являются полностью диверсифицируемыми, а следовательно, не влияющими на стоимость компании и стоимость ее капитала. Определение цены капитала возможно обособленно для каждого из процессов в соответствии с общими методиками оценки стоимости капитала.

При рассмотрении случая вертикально интегрированной организации проблема определения частных показателей цены капитала для стадий процесса осложняется взаимным влиянием процессов на параметры риска в цепочке поставок, поскольку действия могут перераспределять стоимость между стадиями интегрированного процесса. В общем виде проблема распределения риска может быть сформулирована следующим образом: при наличии односторонней зависимости со стороны поставщика или покупателя возникает стимул к оппортунистическому поведению, в рамках которого возможно присвоение квазирент, связанных со специфическими активами контрагента, путем изменения в свою пользу исходных ценовых параметров сделки. Соответственно возможность оппортунистического поведения является фактором риска, который зависит от отношений сторон, в частности, являются ли они связанными (в финансовом смысле) или нет. С этой точки зрения премия за риск для подразделений вертикально интегрированной компании может быть перераспределена по отношению к ситуации цепочки независимых производителей. В то же время можно констатировать, что дополнительный риск, который несет один из контрагентов, является специфическим риском сделки и не может быть классифицирован как систематический, т. е. влияющий на стоимость капитала. Данный риск является специфическим диверсифицируемым риском, элиминирование которого инвестором может, в частности, быть достигнуто путем диверсификации вложений между обоими производителями. В этом случае потери от оппортунистического поведения одной стороны будут компенсированы выгодами другой стороны и стоимость инвестиций для него будет постоянной.

Иными словами, возможность оппортунистического поведения означает лишь неэффективность исходных контрактных условий, поскольку они не обеспечивают устойчивого равновесия в отношениях контрагентов. Риски, связанные с изменением исходных контрактных условий, не являются систематическими, отражающими фундаментальные отраслевые соотношения, и не влияют на стоимость капитала обоих контрагентов. Следовательно, для оценки цены капитала отдельных подразделений вертикально интегрированной корпо-

рации можно использовать соответствующие рыночные корреляты без корректировок, связанных со специфическими рисками контрактных отношений, так же, как при конгломератной (параллельной) интеграции.

Источники

- Карлоф Б.* Деловая стратегия: пер с англ. М.: Экономика. 1991.
Оценка бизнеса: учебник / под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. М., 2000.
Управление организацией: учебник / под ред. А. Г. Поршнева, З. П. Румянцевой, Н. А. Саломатина. 2-е изд. М., 1999.