

Е. В. Краси́льникова (Москва, МГУ). **Институциональные и внутрифирменные детерминанты формирования стратегий финансирования.**

Эффективная стратегия финансирования является одним из ключевых параметров долгосрочного развития компаний и прироста благосостояния акционеров, в особенности, для фирм, действующих на развивающемся рынке капитала в условиях ограничений и барьеров в привлечении вложений, недостаточности средств у собственников.

Усложнение корпоративной структуры компании обозначает необходимость определения факторов агентских отношений, влияющих на разработку и принятие решений, в том числе — учет агентских конфликтов, способствующих ограничению устойчивого развития предприятия.

При прохождении компанией различных стадий жизненного цикла меняется приоритетность ключевых параметров, на которые следует ориентироваться при составлении стратегий, различаются типы агентских проблем.

Наблюдается неразработанность методологии формирования стратегий в условиях противоречий интересов, стадий жизненного цикла и страновых характеристик деятельности. Для отечественных компаний свойственны иные внутрифирменные взаимоотношения, в которых крупные собственники самостоятельно управляют фирмой и одновременно являются менеджерами; макроэкономические особенности — нестационарность, неразвитость финансового рынка и рынка труда, несовершенство налогового стимулирования и отсутствие мотивации эффективных производителей; монопольная власть держателей ключевых ресурсов, коррупция на всех уровнях иерархии, что обуславливает необходимость адаптации результатов зарубежных исследований, алгоритмов, методик с проведением корректировок применительно к российским условиям.

Различной является скорость приспособления к целевой структуре капитала в развитых и развивающихся странах, вычисляемая как соотношение долга к собственному капиталу, способствующая максимизации стоимости компании с учетом страновых особенностей, определяемых как макроэкономические факторы (темпы роста ВВП и индекса инфляции), институциональные (индекс коррупции, информационная асимметрия, незащищенность прав акционеров и кредиторов), финансовые (средневзвешенный стоимостной объем торгов на домашних фондовых биржах, спред дефолта государственных облигаций, доступ к рынку капитала) [3]. Внутрифирменные характеристики, помимо базисных финансово-экономических показателей, представлены агентскими факторами. Агентские издержки, возникающие в результате конфликтов интересов, снижают стоимость компании, а на внутрикорпоративном уровне — мотивацию и корпоративную культуру. Такие затраты представляются прямым вычетом из доходов компании — издержки контроля, создание резервных фондов или недополученной выгоды в результате трансфертного ценообразования, агентской доли отката: в тендере,

в закупках, продажах, коррупции, самостоятельности принятия решений собственником, низкой ликвидности ценных бумаг. Итак,

$$V_{i,t} = Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = \lambda_i (Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + \delta_{i,t},$$

$$Lev_{i,t}^* = \beta_i X_{i,t-n} + F_{i,t-n} + \varphi_{i,t-n},$$

где V_{it} — разница структуры капитала, оцениваемой через соотношение долга к собственному капиталу в текущем году и в предыдущем; $Lev_{i,t}$ — структура капитала компании в текущем году, $Lev_{i,t}^*$ — целевая структура капитала; $X_{i,t-n}$ — макроэкономические факторы (темпы роста ВВП и инфляции, уровень коррупции); $F_{i,t-n}$ — внутрифирменные характеристики (рентабельность, оборачиваемость активов, размер компании, расходы на НИОКР, стадии жизненного цикла); агентские факторы (концентрация собственности, агентские издержки); показатели выпуска ценных бумаг (спред доходности, спред дефолта, доступ к рынку капитала; $\delta_{i,t-n}$, $\varphi_{i,t-n}$ — случайные ошибки; λ_i — коэффициент приспособления, $\lambda_i \in (0, 1)$; $i \in \{1, \dots, I\}$, I — число обследуемых компаний; $n \in \{1, \dots, N\}$ — номер оцениваемых предыдущих периодов для формирования стратегии.

Скорость приспособления к целевой структуре капитала ниже в российских компаниях по сравнению с американскими из-за слабой, незначительной трансформации текущего левереджа в силу высоких институциональных барьеров и макроэкономических препятствий. Кроме того, она практически неизменна, несмотря на стратегическую возможность повышения стоимости компании из-за ограничений и недоступности источников капитала [2].

В силу немногочисленности исследований, посвященных влиянию агентских проблем и страновых особенностей на финансирование компаний, искажения стратегий из-за разности предпочтений, целесообразно использование комплексного подхода к принятию решений о выборе источников капитала с учетом ограничений — финансовых, институциональных и агентских факторов.

Работа выполнена при поддержке РГНФ, проект № 11-02-00227а.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Ерзкян Б. А., Красильникова Е. В., Никонова А. А. Агентские противоречия в стратегии финансово-экономической устойчивости предприятия: проблемы, факторы, измерения. Препринт #WP/2010/279. М.: ЦЭМИ РАН, 2010.
2. Hanousek J., Shamshur A. A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy. — J. Corporate Finance, 2011, v. 17, p. 1360–1376.
3. Oztekin O., Flannery M. Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. — J. Financial Econom., 2012, v. 103, p. 88–112.
4. Korajczyk R., Levy A. Capital structure choice: macro economic conditions and financial constraints. — J. Financial Econom., 2003, v. 68, p. 75–109.