МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОБОСНОВАНИЮ ВЫБОРА ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ КОРПОРАЦИЙ

Выбор источника финансирования является одним из ключевых вопросов в процессе функционирования компании и влияет на ее стабильность и возможность дальнейшего развития. Наличие большого количества методик осуществления данного выбора лишь затрудняет его и подчеркивает необходимость систематизации накопленных разработок, а также создания четкого приближенного к практике алгоритма подбора источников финансовых ресурсов.

Ключевые слова: корпорация; выбор источника финансирования; методические подходы; критерии; алгоритм.

В данной работе обоснование выбора источника финансирования будет проанализировано с точки зрения корпорации как участника рыночных отношений. Прежде чем отметить значимость выбранного субъекта, необходимо определить, что представляет собой корпорация в рамках российской экономики.

Термин «корпорация», как и многие другие, был заимствован из западной теории. В соответствии с законодательством США корпорация является одной из форм организации частной фирмы наряду с единоличным владением, товариществом и гибридными формами. По мнению американских экономистов Ю. Бригхэма и М. Эрхардта, корпорация – это «соответствующим образом юридически оформленная и зарегистрированная экономическая единица, чьи активы отделены от личной собственности владельцев и менеджеров» [1. С. 30]. Такая форма организации обладает следующими характеристиками:

- неограниченный срок жизни. Это означает, что корпорация может пережить своих владельцев путем последующей передачи акций;

- высокая ликвидность собственности владельцев. Уставный капитал корпорации состоит из акций, что сокращает затраты (в том числе и временные) по продаже компании;

- ограниченная ответственность. Заключается в том, что акционеры не несут ответственности по обязательствам корпорации и могут потерять лишь средства, вложенные в акции компании [1].

Таким образом, можно сделать вывод, что корпорация в условиях зарубежной экономики представляет собой юридическое лицо, оформленное в соответствии с законодательством страны, в основании которого лежит акционерный капитал.

В Российской Федерации термин «корпорация» не получил законодательного закрепления, что повлекло неоднозначные его толкования. В наиболее общем виде данное понятие рассматривается в двух вариантах:

1. Корпорация как акционерное общество. Наличие такого значения обусловлено тем, что акционерное общество – это единственная форма организации предприятия (в соответствии с Гражданским кодексом РФ), в основе которой лежит акционерный капитал и которая обладает схожими характеристиками с зарубежным вариантом корпорации.

2. Корпорация как объединение юридических лиц. Данная точка зрения обусловлена наличием в экономике таких крупнейших корпораций, как «General Electric», «Microsoft», «Coca Cola» и др., которые имеют огромное количество филиалов и представительств по всему миру. В связи с этим корпорация представляется как нечто

масштабное и становится синонимом понятиям «финансово-промышленная группа», «холдинг», «бизнес-группа», «объединение компаний» и т.д.

В вопросе определения термина «корпорация» автор придерживается первой точки зрения. Такая позиция объясняется несколькими причинами. Во-первых, в основе зарубежной корпорации и российского акционерного общества лежит акционерный капитал. Во-вторых, акционерное общество имеет те же основные характеристики, что и корпорация, а именно: неограниченный срок жизни, высокую ликвидность собственности владельцев и ограниченную ответственность. В-третьих, так же, как и корпорации, акционерные общества делятся на два типа: открытые и закрытые. В-четвертых, использование второго подхода можно назвать затруднительным, т.к. не существует четкого разграничения между понятиями «корпорация», «финансово-промышленная группа», «холдинг», «бизнес-группа», «объединение компаний» и т.п., что значительно усложняет их использование.

В связи с этим дальнейшее рассмотрение корпорации в качестве субъекта рыночной экономики будет подразумевать исследование акционерных обществ.

Данный субъект представляет научный интерес, т.к. отличается многообразием разновидностей источников финансирования (например, долевое финансирование допустимо только в рамках этой категории), а также свободой выбора унифицированных подходов. С юридической точки зрения акционерные общества являются оптимальными для концентрации значительных объемов средств.

Теоретико-методические разработки в области выбора источников финансирования деятельности корпорации и оптимизации их структуры в основном принадлежат западным ученым, а российские концепции в большинстве своем являются результатом коррекции и адаптации зарубежных. Выбор способа финансирования для корпорации имеет ключевое значение.

Отправной точкой исследований в области выбора источников финансирования корпорации и оптимизации их структуры официально считается 1958 г., когда Франко Модильяни и Мертон Миллер опубликовали свою работу [2]. Ключевой смысл их труда состоял в доказательстве того, что при определенных допущениях выбор способа финансирования не оказывает влияния на стоимость компании, а следовательно, не имеет значения. В качестве допущений Модильяни и Миллер указывали: большое количество продавцов и покупателей на фондовом рынке, которые обладают неограниченными возможностями, безрисковая процентная ставка, отсутствие издержек банкротства, налогообложения, агентских издержек, информационной асиммет-

рии и т.д. Нереалистичность этих допущений способствовала тому, что западные ученые стали активно проводить их анализ и на основе этого формулировать новые теории и методологические подходы в области финансирования деятельности компании. На этой основе были проведены различные исследования и созданы методики:

1. Модель Модильяни–Миллера была усовершенствована ее авторами путем введения налога на доходы корпораций. В своей новой работе, опубликованной в 1963 г. [3], ученые пришли к выводу, что рост доли долговых источников финансирования приводит к пропорциональному росту рыночной стоимости компании. Таким образом, суть выбора источника финансирования должна сводиться к максимальному увеличению доли долговых источников.

2. Мертон Миллер продолжил исследование в заданном направлении, создав собственную концепцию за счет анализа не только налога на прибыль, но и налога на доходы физических лиц [4]. В такой ситуации на выбор источника финансовых ресурсов оказывали влияние одновременно два разнонаправленных фактора: долговые источники позволяют уменьшить налогооблагаемую прибыль, а использование долевых источников более привлекательно для инвесторов с точки зрения подоходного налога. Так как определить влияние каждого фактора на практике представляется весьма затруднительным, то выбор источника финансирования опять становится не принципиальным.

3. Теория компромисса леввериджа (Grade-off Theory) была создана на основе модели Модильяни–Миллера с учетом налогообложения и анализа допущения об отсутствии издержек банкротства и агентских издержек (целью менеджмента не является увеличение благосостояния акционеров). В данной теории рассматривается такое понятие, как «издержки финансовых трудностей», которое включает в себя прямые и косвенные издержки банкротства, а также агентские издержки, связанные с конфликтами между акционерами, менеджерами и держателями облигаций по вопросам преодоления финансовых трудностей. В рамках теории компромисса компания осуществляет выбор источников финансирования, сопоставляя выгоды от использования заемных средств (уменьшение налога на прибыль, рост стоимости компании) с риском возникновения банкротства и соответствующими издержками. При таком сравнении фирма будет совершать выбор в пользу заемных средств до тех пор, пока предельные налоговые выгоды будут меньше или равны предельным издержкам финансовых трудностей.

4. Теория иерархии (Pecking-order Theory) является результатом анализа очередного допущения модели Модильяни–Миллера, а именно – информационной эффективности фондового рынка. Основные положения этой теории изложены в труде С. Майерса [5]. В данном случае речь идет о том, что на практике менеджеры корпораций владеют большим количеством информации, чем остальные участники рынка. При этом внешние инвесторы склонны считать, что выпуск акций является негативным сигналом, означающим их переоцененность. В связи с этим финансирование корпорации должно осуществляться согласно строгой ие-

рархии, а переход на следующую ступень возможен только в случае исчерпанности предыдущей. В первую очередь финансовые ресурсы должны поступать из внутренних источников. В случае возникновения потребности во внешнем финансировании компания может прибегнуть к различным видам долговых источников. Последней ступенью иерархии является выпуск акций (долевое финансирование), к которому стоит обращаться при отсутствии других вариантов. При этом теория иерархии подчеркивает необходимость создания корпорацией так называемого финансового резерва, который может состоять из свободных денежных средств, легко реализуемых ценных бумаг, ликвидных реальных активов. Также к этой категории можно отнести беспрепятственный доступ к рынку займов или банковскому финансированию. Финансовый резерв направлен на то, чтобы не позволять компании опускаться по иерархической лестнице и избегать ситуации выпуска недооцененных акций, возникновения финансовых трудностей или отказа от выгодного инвестиционного проекта.

Данный перечень состоит из наиболее фундаментальных работ в области выбора источника финансирования, которые отражены в литературе и упоминаются такими авторами, как С. Майерс, Р. Брейли [6], Ю. Бригхэм, М. Эрхардт [6], Л. Гаспенски [7] и др.

Помимо этого, существуют и другие исследования, которые рассматривают более частные случаи. Например, согласно мотивационно-сигнальной модели Росса [8], долговое финансирование является наиболее предпочтительным. Это объясняется тем, что увеличение долговой нагрузки расценивается инвесторами как положительный сигнал о том, что финансовое положение компании устойчиво и имеет определенной резерв прочности. В результате должен наблюдаться рост курсовой стоимости акций.

Модель Харриса–Равива [6] утверждает, что использование долговых источников финансирования характерно для компаний с высокой ликвидационной стоимостью. М Харрис и А. Равив объясняют это тем, что долговое финансирование направлено на повышение дисциплины менеджмента в ситуации, когда ликвидационная стоимость корпорации превышает ее текущую рыночную стоимость. При таком стечении обстоятельств менеджеры готовы продолжать операционную деятельность, тогда как акционеры компании склонны к ликвидации. Повышение дисциплины осуществляется в случае долгового финансирования путем раскрытия информации перед инвесторами, которые смогут инициировать процедуру банкротства.

Модели конкурентной среды корпорации основаны на анализе динамизма конкурентной среды (степени нестабильности ее изменений); чем выше степень нестабильности для компании, тем меньше объемы долговой нагрузки и наоборот.

Поведенческие модели подвергают сомнению допущение Ф. Модильяни и М. Миллера относительно рационального поведения участников фондового рынка. Одной из таких моделей является модель шумовой торговли. Ключевой смысл ее заключается в том, что долевое финансирование необходимо использовать в случае оптимистичного настроения операторов фондового рынка, когда акции компании переоценены, в случае

преобладания пессимизма – долговые источники. Также к этому классу моделей относится модель информационных каскадов, в соответствии с которой решение по финансированию принимается на основе решений, уже принятых лидером или группой лидеров отрасли.

Данный перечень моделей выбора источника финансирования не является исчерпывающим, но, по мнению автора, отражает все направления исследований в этой области и содержит наиболее известные их примеры.

Несмотря на разносторонние взгляды на проблему финансирования компании, все вышеперечисленные подходы объединяет два существенных недостатка.

Во-первых, применение данных моделей, несмотря на их хорошую теоретическую проработанность, затруднительно в условиях реальной экономики. Это связано с тем, что в рамках одной модели невозможно охватить все значимые факторы, что делает ее весьма ограниченной. Соединение же нескольких моделей в единое целое для осуществления выбора источника финансирования может привести к серьезному искажению итоговых результатов.

Во-вторых, вышеперечисленные подходы ориентированы в основном на выбор между долговым и долевым финансированием, некоторые из них предполагают использование внутренних источников финансовых ресурсов. В условиях многообразия способов финансирования и появления новых инструментов, жесткой конкуренции, мировой финансовой нестабильности возникает потребность в применении более детальных методик, которые бы позволяли сравнивать конкретные источники поступления средств.

На уровне отечественной науки и практики вопросы выбора источников финансирования также относятся к ряду особо актуальных и дискуссионных. Как отмечают различные исследователи в этой области, данные вопросы в рамках российской экономики являются недостаточно проработанными и имеют свою специфику, которая заключается в практическом уклоне большинства разработок в области финансирования компании. Отечественные экономисты, такие как И.А. Никонова [9], И.А. Бланк [10], Н.Б. Рудык [11], В.В. Ковалев [12] и др., в основном делают акцент на выработку алгоритма или конкретных рекомендаций по выбору источника финансовых ресурсов для корпорации. По мнению автора, это связано с высокой теоретической

проработанностью проблемы на уровне западных стран и необходимостью адаптации уже имеющихся теорий и моделей к российской действительности.

Таким образом, на основе вышеизложенного автор предлагает следующий алгоритм выбора источника финансирования:

1. Выявление потребности в финансовых ресурсах и ее специфики. В каждом конкретном случае финансовые менеджеры должны четко осознавать, какое количество финансовых ресурсов необходимо компании и для каких целей. Ответ на эти вопросы позволит обеспечить правильность дальнейшего выбора источника финансирования.

2. Выбор источника финансирования на основе анализа критерия его доступности, специфики и его лимита. Прежде всего, финансовому менеджеру необходимо выяснить, какие источники средств доступны компании в данный момент времени с учетом текущей экономической ситуации, специфики деятельности компании, наличия тех или иных источников в регионе и т.д. При наличии нескольких вариантов следует провести анализ путем сопоставления необходимого количества финансовых ресурсов и целей их использования с лимитами доступных источников и их спецификой. Следует отметить, что для некоторых компаний в Российской Федерации, которые функционируют за пределами Центральной России и не относятся к сельскому хозяйству и добыче полезных ископаемых, выбор на этом заканчивается, т.к. количество возможных вариантов сводится к одному-двум.

3. Выбор источника финансирования на основе использования различных критериев. Выбор критерия в каждом конкретном случае определяется организацией самостоятельно на основе ее субъективных предпочтений. В качестве критериев можно использовать различные показатели, такие как: средневзвешенная стоимость капитала, финансовая устойчивость компании, вероятность банкротства и другие финансовые показатели.

Применение данного алгоритма позволит корпорации существенно облегчить выбор источника финансирования, а также сформировать совокупность типовых решений по вопросу финансирования компании, что в конечном итоге отразится на стабильности и успешности ее функционирования.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент: Пер. с англ. / Под ред. Е.А. Дорофеева. 10-е изд. СПб.: Питер, 2009. 960 с.
2. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. Vol. 48. P. 261–297.
3. Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // American Economic Review. 1963. Vol. 3. P. 433–443.
4. Merton H. Miller. Debt and Taxes // Journal of Finance. 1977. Vol. 32. P. 261–275.
5. Mayers S. The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance. 1984. Vol. 39. P. 575–592.
6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ.; Под ред. Н.Н. Барышниковой. М.: Олимп-Бизнес, 2009. 1008 с.
7. Бригхэм Ю., Гаспенски Л. Финансовый менеджмент / Пер. с англ.; Под ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 1, 2.
8. Harris M., Raviv A. Capital Structure and Informational Rote of Debt // Journal of Finance. 1990. Vol. 45. P. 321–349.
9. Никонова И.А. Финансирование бизнеса. М.: Альпина Паблишер, 2003. 197 с.
10. Бланк И.А. Управление формированием капитала. 2-е изд., стер. М.: Омега-Л, 2008. 512 с.
11. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. М.: Дело, 2004. 272 с.
12. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2009. 1024 с.

Статья представлена научной редакцией «Экономика» 23 августа 2010 г.