

СИСТЕМА ИНДИКАТОРОВ УРОВНЯ ИЗДЕРЖЕК ФИНАНСИРОВАНИЯ СУБЪЕКТА ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ

ЛАКТИОНОВА А. А., ЗАКОРКО М. В.

УДК 657.422.1

Лактионова А. А., Загорко М. В. Система индикаторов уровня издержек финансирования субъекта хозяйствования

В статье предложена система индикаторов уровня издержек финансирования субъектов хозяйствования, в основе которого лежит функция формирования рекомендаций или идентификации направлений, приоритетов в части выбора того или иного источника финансирования, его срочности и особенностей привлечения ресурсов, исходя из информации об уровне агентских издержек, издержек информационной асимметрии, финансовой нестабильности, транзакционных и рыночных индикаторов стоимости финансовых ресурсов. Особое внимание уделено существенному структуроформирующему фактору структуры собственности, определяющему величину и логику взаимосвязи всех издержек финансирования и детерминирующему стимулы и риски в системе управления финансовой деятельностью субъекта хозяйствования с точки зрения всех участвующих сторон. Наиболее сильно его влияние сказывается на формировании таких неявных издержек финансирования, как агентские издержки и издержки информационной асимметрии. В систему факторов стимуляторов и дестимуляторов издержек финансирования включены факторы внешнего окружения (макроэкономические и рыночные индикаторы стоимости, институциональное обеспечение) и внутренние (структура собственности, характеристика инвестиционной деятельности и финансирования субъекта хозяйствования, организация бизнеса, корпоративное управление).

Ключевые слова: финансовые ресурсы, издержки финансирования, структура собственности, агентские издержки, издержки информационной асимметрии, транзакционные издержки.

Рис.: 1. **Формул:** 8. **Библ.:** 9.

Лактионова Александра Анатольевна – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и банковского дела, Донецкий национальный университет (ул. Университетская, 24, Донецк, 83001, Украина)

E-mail: sashalakt@rambler.ru

Загорко Марина Владимировна – соискатель, кафедра финансов и банковского дела, Донецкий национальный университет (ул. Университетская, 24, Донецк, 83001, Украина)

УДК 657.422.1

Лактионова А. А., Загорко М. В. Система індикаторів рівня витрат фінансування суб'єкта господарювання

У статті запропоновано систему індикаторів рівня витрат фінансування суб'єктів господарювання, в основі якого лежить функція формування рекомендацій або ідентифікації напрямів, пріоритетів у частині вибору того чи іншого джерела фінансування, його терміновості та особливостей залучення ресурсів, виходячи з інформації про рівень агентських витрат, витрат інформаційної асиметрії, фінансової нестабільності, транзакційних і ринкових індикаторів вартості фінансових ресурсів. Особливу увагу приділено суттєвому структуроформуючому фактору структури власності, що визначає величину і логіку взаємозв'язку всіх витрат фінансування і детермінує стимули й ризики в системі управління фінансовою діяльністю суб'єкта господарювання з точки зору усіх, хто бере участь. Найбільш сильно його вплив позначається на формуванні таких неявних витрат фінансування, як агентські витрати і витрати інформаційної асиметрії. У систему факторів стимуляторів і дестимуляторів витрат фінансування включено фактори зовнішнього оточення (макроекономічні та ринкові індикатори вартості, інституційне забезпечення) і внутрішні (структура власності, характеристика інвестиційної діяльності та фінансування суб'єкта господарювання, організація бізнесу, корпоративне управління).

Ключові слова: фінансові ресурси, витрати фінансування, структура власності, агентські витрати, витрати інформаційної асиметрії, транзакційні витрати.

Рис.: 1. **Формул:** 8. **Бібл.:** 9.

Лактионова Александра Анатольевна – кандидат економічних наук, доцент, кафедра фінансів і банківської справи, Донецький національний університет (вул. Університетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

E-mail: sashalakt@rambler.ru

Загорко Марина Володимирівна – здобувач, кафедра фінансів і банківської справи, Донецький національний університет (вул. Університетська, 24, Донецьк, 83001, Україна)

UDC 657.422.1

Laktionova O. A., Zakorko M. V. System of Indicators of the Level of Costs of Financing an Economic Subject

The article offers a system of indicators of the level of costs of financing economic subjects, in the basis of which there is a function of formation of recommendations or identification of directions and priorities in the part of selection of one or another source of financing, its urgency and specific features of attraction of resources, on the basis of information on the level of agent's costs, information asymmetry costs, financial instability, transaction and market indicators of cost of financial resources. The article pays a special attention to a significant structure forming factor of the ownership structure, which identifies the volume and logic of interconnection of all costs of financing and determining incentives and risks in the system of management of financial activity of an economic subject from the point of view of all participants. It exerts especially big influence upon formation of such implicit costs of financing as agent's costs and information asymmetry costs. The system of factors of stimulants and de-stimulants of costs of financing includes factors of external environment (macro-economic and market indicators of cost and institutional provision) and internal environment (ownership structure, characteristic of investment activity and financing an economic subject, organisation of business and corporate management).

Key words: financial resources, financing costs, ownership structure, agent's costs, information asymmetry costs, transaction costs.

Pic.: 1. **Formulae:** 8. **Bibl.:** 9.

Laktionova Oleksandra A. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor of the Department of Finance and Banking, Donetsk National University (vul. Universytetska, 24, Donetsk, 83001, Ukraine)

E-mail: sashalakt@rambler.ru

Zakorko Maryna V. – Applicant, Department of Finance and Banking, Donetsk National University (vul. Universytetska, 24, Donetsk, 83001, Ukraine)

Уровень издержек финансирования субъектов хозяйствования является одним из ключевых критериев в выборе ими того или иного источника финансовых ресурсов. Кроме рыночных индикаторов, отражающих рыночную оценку стоимости обязательств и собственного капитала субъектов хозяйствования, при формировании финансовой политики необходимо учитывать и другие эффекты финансирования, отражающиеся в различного рода издержках, вызванных агентскими конфликтами и информационной асимметрией, потерями в результате ухудшения финансового состояния. Ввиду значительной информационной неэффективности финансового рынка в Украине и его фрикционности или несовершенства учет данных моментов в управлении финансами на микроуровне становится очень актуальным.

Вопросам методологии оценки величины и уровня издержек финансирования посвящены исследования ряда зарубежных исследователей: М. Дженсен, В. Меклинг, А. Кане, Р. Макдональда, А. Мелло, Дж. Парсонса, Р. Паррино, М. Вейсбаха, Дж. Анга, Дж. Лина, Ю. Тцуи, Д. Майэра, С. Отта, Х. Флеминга, Н. Пирогова, Н. Бобрышева и др. Сложность такой оценки заключается в неявном существовании ряда эффектов, определяемых структурой финансирования. Для выявления и оценки величины указанных издержек в зарубежных исследованиях, как правило, используется регрессионный анализ, требующий довольно объемной статистической выборки. Для субъектов хозяйствования в Украине одним из подходов для выявления и оценки уровня таких издержек финансирования является формулирование системы индикаторов на основе оценки косвенных признаков существования таких эффектов. Данный подход в части его регулирующего воздействия на процесс финансирования в наибольшей степени соответствует теории иерархии источников финансовых ресурсов, который ставит своей задачей не определение предельной величины займов, а устанавливает последовательность приоритетов в их привлечении.

Отсюда целью статьи является разработка методического обеспечения формирования системы индикаторов уровня издержек финансирования с учетом особенностей функционирования субъектов хозяйствования в Украине.

Формирование подхода будет осуществляться на основе следующих положений:

а) стоимость финансовых ресурсов детерминруется совокупностью явных и неявных издержек, объединяющих такие из них, как: агентские издержки, издержки информационной асимметрии, издержки финансовой нестабильности, транзакционные, а также включающие элементы рыночной стоимости капитала, формирующиеся под влиянием существующего спроса и предложения на финансовые ресурсы (уровень процентных ставок по кредитам банков, премия за рыночный риск на рынке акций, уровень доходности облигаций государственного займа, спред дефолта по суверенному долгу, величина отраслевого бета коэффициента, уровень ликвидности акций). В зависимости от источ-

ника финансовых ресурсов выделим следующие составляющие издержек:

– для заемных финансовых ресурсов $\{AI_D, IFN, IIA, RI_D, TA_D\}$, где AI_D – агентские издержки долга, IFN – издержки финансовой нестабильности, IIA – издержки информационной нестабильности, RI_D – рыночные индикаторы стоимости заемного финансирования, TA_D – транзакционные издержки долгового финансирования. С учетом срочности финансирования, отдельные виды издержек будут иметь свои особенности в приложении к краткосрочному и долгосрочному финансированию. Отсюда, целесообразно выделить вектор индикаторов долгосрочного заемного финансирования $\{AI_D^D, IFN, IIA^D, RI_D, TA_D\}$, для краткосрочных – $\{AI_D^K, IFN, IIA^K, RI_D, TA_D\}$;

– для привлекаемых собственных финансовых ресурсов дифференциация издержек существенным образом зависит от структуры собственности и формируемой на этой основе системы стимулов. В результате, в случае распыленной структурой акционерного капитала при отсутствии мажоритарных собственников вектор индикаторов издержек – $\{AI_{SKM}^{\square}, IIA_{\square}, RI_{SK}, TA_{SK}\}$, при концентрированной структуре собственности – $\{AI_{SKMM}^{\square}, IIA_{\square}, RI_{SK}, TA_{SK}\}$;

б) неявные издержки определяются на основе косвенных признаков – индикаторов, сигнализирующих как о предполагаемом уровне таких издержек, так и об их соответствующем изменении;

в) все индикаторы делятся на индикаторы внешне-го окружения и внутренние характеристики финансовой деятельности. При этом внешние косвенные факторы имеют меньший приоритет в иерархии формирования издержек финансирования в виду их особого воздействия, усиливающего либо ослабляющего воздействие внутренних детерминантов стоимости финансовых ресурсов. Степень значимости определяется на основе установленной иерархии приоритетов, когда совокупность индикаторов ранжируется по принципу убывания степени их значимости. При этом инструментом определения весов (w_i) выступает формула Фишберна:

$$\omega_i = 2(n - i + 1) / [n(n + 1)], \sum_{i=1}^n \omega_i = 1, \quad (1)$$

где w_i – вес i -го индикатора; i – порядковый номер индикатора в соответствии с установленным приоритетом; n – количество индикаторов;

г) ввиду различной размерности индикаторов необходима их нормализация на основе следующих формул:

– для индикаторов, рост которых по своему экономическому содержанию отражает положительную тенденцию:

$$I'_i = \frac{I_i - I_{\min i}}{I_{\max i} - I_{\min i}}, \quad (2)$$

где I'_i – нормализованное значение отдельного индикатора; I_i – фактическое значение отдельного индикатора; $I_{\min i}$ – минимальное значение в определенном интервале для индикатора i ; $I_{\max i}$ – максимальное значение в определенном интервале для индикатора i ;

– для индикаторов, рост которых по своему экономическому содержанию отражает негативную тенденцию:

$$I'_i = \frac{I_i - I_{\max i}}{I_{\min i} - I_{\max i}}; \quad (3)$$

д) уровень издержек по соответствующим индикаторам будет ранжироваться как «низкий», «средний» и «высокий». Аналогичным образом определяется уровень и каждого из индикаторов. Для этого при их нормировании в качестве границ интервала $[I_{\min i}; I_{\max i}]$ берутся значения показателей среднего уровня. Соответственно, нормированное значение $I'_i > 1$ будет соответствовать высокому уровню издержек, значение в интервале $0 > I'_i > 1$ – среднему уровню, $I'_i < 0$ – низкому;

е) в качестве интегральной функции для определения уровня того или иного вида издержек финансирования (F) целесообразно использовать аддитивную функцию:

$$F = \sum_{i=1}^n \omega_i I'_i; \quad (4)$$

ж) ввиду того, что отдельные факторы, определяющие стоимость финансовых ресурсов, выступают не только стимуляторами, но и дестимуляторами, после соответствующей их предварительной классификации, индикаторы факторов-дестимуляторов берутся с отрицательным значением;

з) оценка уровня издержек финансирования и их ранжирование осуществляется следующим образом:

– для долгосрочных заемных финансовых ресурсов:

$$Y_D^D = \sum_{m=1} F_m = AI_D^D + IFN + IIA_D^D + RI_D + TA_D, \quad (5)$$

где F_m – уровень определенных издержек финансирования.

При этом стоимость долгосрочного заемного финансирования считается высокой, в случае, если $Y_D^D \geq 5$, средней при значении $2 > Y_D^D > 5$ и низкой при $Y_D^D \leq 2$;

– для краткосрочных заемных финансовых ресурсов:

$$Y_D^K = \sum_{m=1} F_m = AI_D^K + IFN + IIA_D^K + RI_D + TA_D. \quad (6)$$

Аналогичным образом, стоимость краткосрочного заемного финансирования считается высокой, в случае, если $Y_D^K \geq 5$, средней при значении $2 > Y_D^K > 5$ и низкой при $Y_D^K \leq 2$;

– для привлекаемых собственных финансовых ресурсов в ситуации распыленной структуры собственности:

$$Y_{SKM} = \sum_{m=1} F_m = AI_{SKM} + IIA + RI_{SK} + TA_{SK}. \quad (7)$$

В данном случае стоимость собственных финансовых ресурсов будет считаться высокой, в случае, если $Y_{SKM} \geq 4$, средней при значении $1 > Y_{SKM} > 4$ и низкой при $Y_{SKM} \leq 1$;

– для привлекаемых собственных финансовых ресурсов в ситуации концентрированной структуры собственности:

$$Y_{SKMM} = \sum_{m=1} F_m = AI_{SKMM} + IIA + RI_{SK} + TA_{SK}. \quad (8)$$

Стоимость собственных финансовых ресурсов будет считаться высокой, в случае, если $Y_{SKMM} \geq 4$, средней при значении $1 > Y_{SKMM} > 4$ и низкой при $Y_{SKMM} \leq 1$.

При формировании системы индикаторов все факторы первоначально выделены в такие группы (рис. 1):

– *макроэкономические и рыночные индикаторы стоимости*, среди которых из основных следует обозначить: индикаторы структуры финансовой системы (M_S), финансового развития (M_{FR}), экономического развития (M_E), индикаторы проблем в банковской системе (M_{BK}), уровня странового риска (M_{ST}), волатильности фондового индекса (M_{FI}), ликвидности фондового рынка (M_{LA}), временного спреда процентных ставок (M_{SP}) и др. Всего 14 индикаторов, из которых пять являются интегрированными;

– *индикаторы институционального обеспечения*: индикатор уровня защиты прав кредиторов (I_{ZK}), индикатор уровня защиты прав миноритарных акционеров (I_{ZM}), эффективности распространения информации кредитного рынка (I_I), а также индикатор эффективности принудительного взыскания задолженности (I_{VZ}). Всего – 4, которые одновременно являются интегрированными величинами. В качестве основы для оценки данных индикаторов взяты показатели, определяемые мировыми финансовыми институтами в рейтинговых системах оценки финансового развития стран и условий ведения бизнеса;

– *индикаторы структуры собственности*: показатель концентрации собственности у крупнейшего собственника (S_C); показатель степени контроля мажоритария (S_K); индикатор разрыва между правом собственности (на денежные потоки) и правом контроля (S_R); доля собственности институционального инвестора (S_{IN}); степень концентрации собственности блокхолдерами (за исключением крупнейшего) (S_{CB}); количество собственников (S_N). Всего – 6;

– *индикаторы характеристик инвестиционной деятельности и финансирования субъекта хозяйствования*, среди которых из основных следует обозначить: индикатор информационной прозрачности заемщика (C_{IN}); индикатор кредитоспособности (C_K); индикатор наличия возвратной финансовой помощи (C_{FK}); индикатор перспектив роста (C_G); способности к залоговому обеспечению (C_Z); волатильности денежных потоков и активов (C_Z и C_{VA}); эффективности деятельности менеджеров (C_{EM}); частоты внешнего контроля (C_{ZK}); неэффективности использования активов (C_{NA}); потенциала нерационального использования менеджерами свободных денежных потоков (C_{NC}); потенциала недостаточного инвестирования (C_{NI}) и замещения активов (C_{ZA}); индикаторы волатильности рыночной цены акции (C_{VA}) и их ликвидности (C_{LS}); индикатор потенциала к туннелингу (C_{TU}) и другие. Всего – 35, из них 7 – интегрированные;

– *индикаторы организации бизнеса субъекта хозяйствования*: принадлежности к холдинговой структуре (O_{HK}); принадлежности к транзакционному бизнесу (O_{MB}); принадлежности к пирамидально контроли-

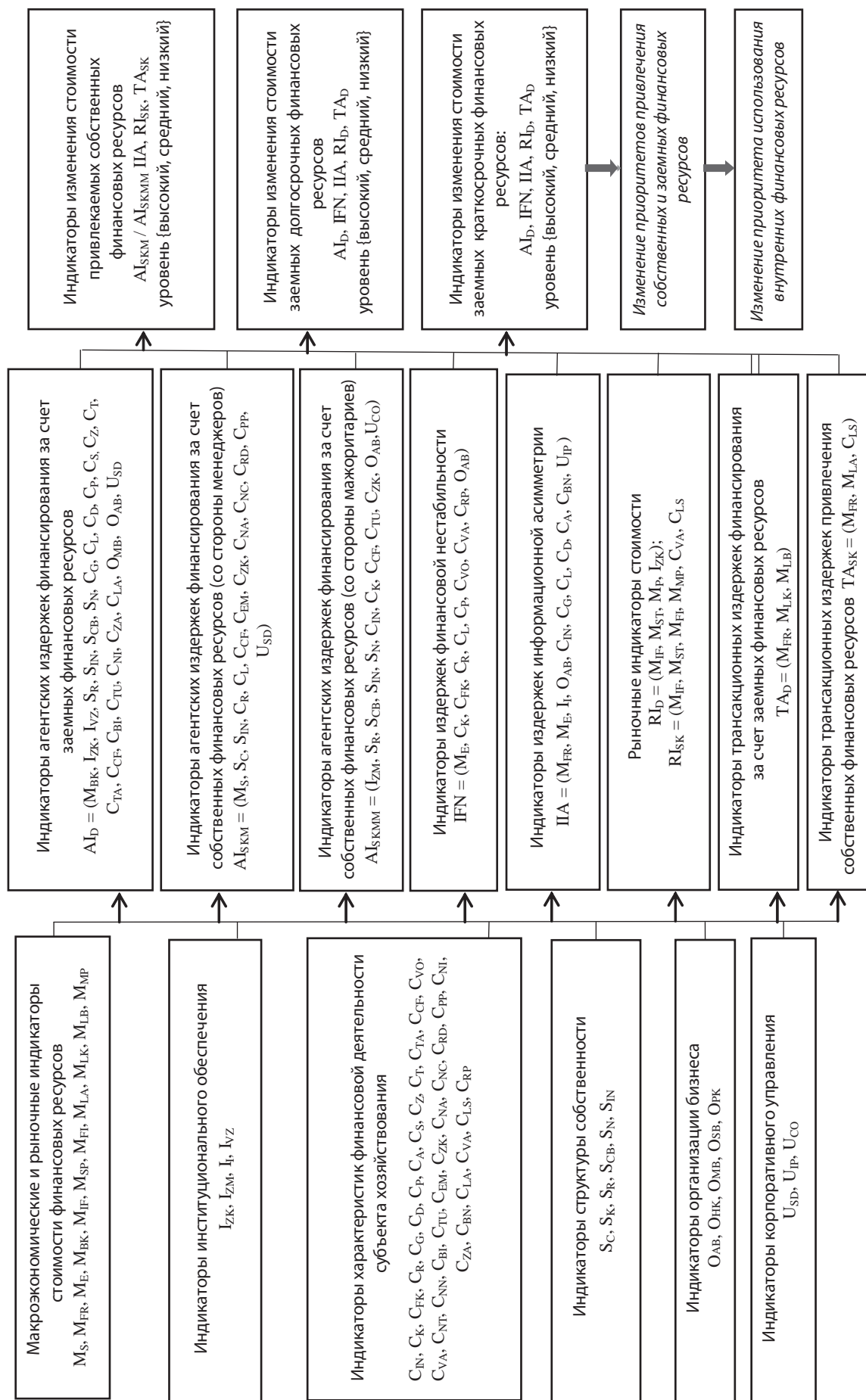


Рис. 1. Группы индикаторов

руемой структуре (O_{PK}); индикатор аффилированности с банком (O_{AB}). Всего – 4;

– индикаторы корпоративного управления субъекта хозяйствования: индикатор деятельности совета директоров (U_{SD}); уровня информационной прозрачности (U_{SD}); индикатор корпоративной социальной ответственности (U_{CO}). Всего – 3, из них два – интегрированные.

На следующем уровне иерархии указанные индикаторы группируются по признаку их влияния на виды издержек финансирования, в результате чего выделяется совокупности: индикаторов агентских издержек финансирования за счет заемных финансовых ресурсов; индикаторов агентских издержек финансирования за счет собственных финансовых ресурсов (со стороны менеджеров); индикаторов агентских издержек финансирования за счет собственных финансовых ресурсов (со стороны мажоритариев); индикаторы издержек финансовой нестабильности; издержек финансовой нестабильности; издержек информационной асимметрии; рыночные индикаторы стоимости; индикаторы трансакционных издержек финансирования за счет привлекаемых собственных и заемных финансовых ресурсов.

Рассмотрим данные группы индикаторов издержек более подробно.

Агентские издержки долгового финансирования возникают вследствие наличия рисков между принципалами – собственниками финансовых ресурсов (кредиторами) и агентами, обеспечивающими эффективное их использование: риска неадекватно больших выплат собственниками капитала, риска привлечения новых заемных ресурсов с приоритетом погашения или обеспечения выше, чем по предшествующим займам; риска замещения активов в части реализации более рискованных инвестиционных проектов, чем те, под которые привлекались ресурсы; риска недостаточного инвестирования в доходные проекты в случае высокой доли долгового финансирования, снижающей стимулы собственников к эффективному ведению бизнеса; риска приобретения других компаний, приводящего к резкому росту доли долга в структуре капитала субъекта хозяйствования.

Далее сформулируем определенную группу индикаторов слабых сигналов, являющихся косвенными признаками уровня указанных выше рисков, и, следовательно, агентских издержек. Для полноты отражения учтем также закономерность их влияния на результирующую величину, указывающую на их стимулирующую или дестимулирующую роль в образовании рассматриваемых издержек. Исходя из этого, агентские издержки привлечения заемных финансовых ресурсов будут тем выше, чем:

- ✦ выше перспективы роста бизнеса субъекта хозяйствования и, одновременно, выше доля краткосрочного заемного финансирования в структуре долгового капитала.

Взаимосвязь данных характеристик является отражением риска недостаточного инвестирования: растущие компании содержат в своей стоимости существенный реальный опцион, принадлежащий акционерам и определяемый эффективностью принимаемых и

реализуемых в дальнейшем деловых решений, а не уже реализовавшихся в существующих активах. Опционная природа данной части стоимости бизнеса определяет моральный риск, которому подвергаются кредиторы. В то же время, краткосрочность обязательств обеспечивает снижение вероятности реализации указанного опциона вопреки интересам кредитора. Отсюда, индикатором, сигнализирующим о возможном наличии данной проблемы, служит показатель (C_{NI}), рассчитываемый как произведение коэффициента Тобина на долю долгосрочных обязательств в общем объеме последних;

- ✦ выше перспективы роста бизнеса субъекта хозяйствования и, одновременно, меньше возможностей у кредиторов конвертировать долговые обязательства в инструменты собственности, в совокупности реализуемых в повышении потенциала замещения активов (C_{ZA}).

Исходя из этого данный индикатор оценивается как произведение коэффициента Тобина на отношение величины неконвертируемого долга к общему объему последних;

- ✦ выше величина левиреджа субъекта хозяйствования (C_L).

Несмотря на положительную роль заемного финансирования в системе подачи сигналов рынку о кредитоспособности субъекта хозяйствования, довольно существенным аргументом в пользу роста агентских является рост стоимости и собственного и заемного финансирования с увеличением объемов долга в структуре капитала компаний. Особенно сильно данное влияние проявляется в периоды финансовой нестабильности, снижения деловой активности в экономике, потери ликвидности банковской системой, возможностей экспроприации капитала мажоритарием в условиях высококонцентрированной собственности. Наличие данной взаимосвязи делает необходимым учет данных факторов посредством введения соответствующих индикаторов;

- ✦ ниже способность к залоговому обеспечению долговых обязательств (C_Z), а, следовательно, ниже доля необоротных активов, выше средний возраст основных фондов, ниже коэффициент их годности, ниже соотношение необоротных активов к величине платных заемных финансовых ресурсов.

В аспекте агентских издержек залоговое обеспечение существенным образом снижает вероятность замещения активов. Преимущественно, имея меньший залоговый потенциал, малые компании, а также компании со значительным опционом роста, будут испытывать и большие агентские издержки заемного финансирования;

- ✦ больше размер компании (C_S) – большие компании сложнее поддаются мониторингу со стороны кредиторов в части контроля указанных рисков замещения активов и риска недоинвестирования средств.

С точки зрения агентских издержек долга такие компании также имеют больший потенциал приобретения компаний с высокой долей левиреджа, потенциалом извлечения частных выгод собственниками из деятельности субъекта хозяйствования;

- ✦ ниже кредитоспособность субъекта хозяйствования (C_K), отражающая более высокий риск банкротства или дефолта, и, следовательно, стимулирующая агентские риски, как недостаточного инвестирования, так и замещения активов.

Индикатор кредитоспособности является интегральной характеристикой, указывающей на способность субъекта хозяйствованию к покрытию процентных платежей и долга;

- ✦ ниже абсолютная ликвидность активов (C_{LA}) – фактор, одновременно повышающий кредитоспособность субъекта хозяйствования, что потенциально может снизить риски кредитора.

Вместе с тем, фактор ликвидности может быть непосредственным признаком уровня таких моральных рисков кредиторов, как риск замещения активов и риск недоинвестирования активов: чем больше у субъекта хозяйствования запас неинвестированных денежных средств, тем выше его возможности в использовании средств, нарушающих интересы кредитора, – выплата высоких доходов собственникам или их экспроприации с применением других инструментов удовлетворения частных интересов принципала;

- ✦ больше возраст компании (C_G).

Несмотря на возможную продолжительную кредитную историю субъекта хозяйствования и, следовательно, меньшую информационную асимметрию, в целом поддерживается гипотеза о положительной связи агентских издержек и возраста компании: такой субъект хозяйствования имеет более низкий уровень корпоративного управления и более высокий риск экспроприации ресурсов в частных интересах собственников. Вместе с тем, неоднозначность влияния данного фактора делает необходимым его позиционирование с более низким приоритетом в общей иерархии индикаторов;

- ✦ выше потенциал недолегового налогового щита (C_{NT}).

Такого рода возможность снижения налоговых обязательств снижает привлекательность использования заемных финансовых ресурсов и зависимость от последних. В отношении агентских издержек данный фактор выполняет корректирующую роль в части роста неявных издержек долевого финансирования;

- ✦ ниже уровень защиты прав кредиторов (I_{ZK}), которая должна обеспечиваться на основе законодательных норм в части: отсутствия ограничений на реорганизацию со стороны кредиторов, возможности автоматического приостановления изъятия залога при реорганизации; наличия преимуществ у кредиторов перед персоналом в распределении имущества при ликвидации; отсутствия обязательного контроля и ответственности администратора за процедуру реорганизации;

- ✦ ниже эффективность механизма принудительного взыскания задолженности (I_{VZ}) исходя из: необходимого времени для кредиторов для покрытия их задолженности, расходов на процедуру, наличия возможности продажи бизнеса, а не имущества, а также средней ставки покрытия

задолженности ликвидационной стоимостью имущества, оцениваемых по стране;

- ✦ выше процентный спред между стоимостью долгосрочных и краткосрочных (для долгосрочных ресурсов) (MSP);
- ✦ выше вероятность финансового кризиса (M_{BK}), идентифицируемая на основе таких сигналов, как: высокая доля недействующих (проблемных) кредитов в совокупным кредитам банков; высокое соотношение указанных кредитов к капиталу банков; низкая норма доходности активов в банковской системе; высокий спред доходности между депозитными и кредитными ставками;
- ✦ меньше степень концентрации собственности другими блокхолдерами (за исключением основного мажоритария) в формировании собственных финансовых ресурсов субъекта хозяйствования (S_{CB}).

Наличие еще одного мажоритария, либо нескольких блокхолдеров, усиливает конкуренцию за корпоративный контроль, а также мониторинг деятельности основного инвестора, что, соответственно, снижает риски кредиторов. Вместе с тем, существует и возможность образования коалиции между блокхолдерами для реализации частных интересов, снижающих стоимость бизнеса субъекта хозяйствования, доходы других собственников и кредиторов [1, 2];

- ✦ меньше участие институциональных инвесторов в формировании собственных финансовых ресурсов субъекта хозяйствования (S_{IN}), имеющих более диверсифицированные активы в своем портфеле и, следовательно, меньшие стимулы как собственники к различного рода моральным рискам, формирующим агентские издержки;
- ✦ меньше количество собственников (S_N), которое, аналогично фактору участия в формировании капитала институциональными инвесторами, способно снизить агентские издержки заемного финансирования;
- ✦ больше дивидендных выплат собственникам (C_D), которые являются одним из сигналов возможного нарушения интересов кредиторов с точки зрения адекватности их величины и обоснованности выплаты;
- ✦ ниже доходность активов субъекта хозяйствования (C_p), свидетельствующая не только о снижении его кредитоспособности, но и о повышении стимулов принципала во внедрении рискованных проектов и других действий, увеличивающих экономическую выгоду для собственников а счет благосостояния кредиторов;
- ✦ выше риск туннелинга со стороны мажоритарных собственников как одного инструментов экспроприации ресурсов и приобретения частных выгод мажоритарием.

При этом под туннелингом понимается трансферт доходов или выгод из компании, контролируемой мажоритарием в меньшей степени исходя из его доли в собственном капитале (находящейся внизу пирамиды

взаимосвязанных субъектов хозяйствования), в компанию с большей долей его вложений (находящейся сверху пирамиды) [3]. В данном случае займы становятся одним из источников финансирования операций по выведению капитала (его экспроприации) или их «окапывания», значительно повышая агентские риски кредиторов. Основным индикатором, сигнализирующим о потенциале туннелинга, служит показатель разрыва между правом собственности (на денежные потоки) и правом контроля мажоритария. Признаком появления такой возможности также является принадлежность к холдинговой структуре. Такой негативный потенциал также увеличивается с ростом риска проблем в банковской системе, низкой защитой прав кредиторов и прав миноритариев, повышением леввериджа, увеличением размера субъекта хозяйствования, исследуемых в работах Ч. Лина Ю. Ма, П. Малатеста [4]. Совокупность данных сигналов формирует интегральный индикатор потенциала туннелинга (C_{TU});

- ✦ при росте безвозвратной финансовой помощи (дружественного кредитования) (C_{FK}), которая имеет место преимущественно в холдинговых структурах.

Данная форма движения капитала является особенно привлекательной в периоды финансовых кризисов или снижения ликвидности банковской системы, позволяющая привлечь капитал на более выгодных условиях. Вместе с тем, согласно исследованиям использования данной формы финансирования в странах с развивающимися рынками, зачастую она имеет непосредственную связь с туннелингом [5]: реализация «дружественного» кредитования, инициирования мажоритарием внутри бизнес-группы на уровне отдельной компании, позволяет сформировать потенциал к последующей экспроприации финансовых ресурсов;

- ✦ при принадлежности к транснациональному бизнесу (O_{MB}) – такой бизнес осложняет и делает более дорогим мониторинг со стороны кредиторов.

Результаты отдельных исследований указывают на снижение объемов долгосрочного заемного финансирования у такого рода субъектов хозяйствования в результате роста агентских издержек для кредиторов [6];

- ✦ ниже качество корпоративного управления в части деятельности совета директоров (U_{SD}), сигналами о чем могут служить: снижение доли директоров-аутсайдеров, снижение доли инсайдеров в собственности, отсутствие у субъекта хозяйствования Кодекса корпоративного поведения и комитетов по вознаграждению и назначениям в совете директоров.

Отсюда, индикатор уровня агентских издержек долгосрочного заемного финансирования оценивается следующим образом.

Для краткосрочного долга последовательность приоритетов в отображении сигналов стоимости таких финансовых ресурсов в части агентских издержек будет иметь определенные особенности. Так, будет отсутствовать влияние процентного спреда (M_{Sp}), меньшей будет

степень влияния концентрации собственности у других блокхолдеров и институциональных инвесторов.

Основным риском в отношениях между мажоритариями (собственниками с высокой концентрацией прав на свободные денежные потоки) и миноритариями, приводящий к росту агентских издержек, выступает риск реализации частных интересов, снижающий рыночную стоимость и денежные потоки миноритарных собственников. В этих отношениях мажоритарии ввиду обладания возможностями значительного контроля выступают агентами относительно использования вложенного капитала принципалами – миноритариями. Агентские издержки финансирования за счет собственных финансовых ресурсов (со стороны мажоритариев) тем выше, чем:

- ✦ выше потенциал туннелинга мажоритарным собственником (C_{TU}).

При этом здесь необходимо отметить особую роль долгового финансирования, которое в случае с высококонцентрированной собственностью зачастую не выполняет той контролирующей роли, какую заемное финансирование имеет в случае с распыленной собственностью в формировании собственного капитала субъекта хозяйствования, о чем свидетельствуют исследования [7, 8, 9];

- ✦ ниже уровень защиты прав миноритарных собственников (I_{ZM}).

Такие права должны обеспечиваться законодательными нормами государства и проявляются в: низкой защите от противоправных действий инсайдеров в виду отсутствия права голосования акционеров по почте, отсутствии требования о депонировании акций перед собранием акционеров, отсутствии возможности кумулятивного голосования или пропорционального представления миноритариев в совете, отсутствии легального механизма против притеснений со стороны совета директоров; значительной необходимой доли капитала, при котором акционеры могут инициировать внеочередное собрание не превышает, отсутствии преимущественных прав акционеров, которые могут быть отменены только общим голосованием, отсутствии законодательной защиты от противоправных действий мажоритариев;

- ✦ меньше степень концентрации собственности другими блокхолдерами в формировании собственных финансовых ресурсов субъекта хозяйствования (S_{CB}), действующее на агентские издержки собственного финансирования аналогично агентским издержкам долга;
- ✦ ниже доля блокхолдеров (S_{IN}) и количества акционеров (S_N), непосредственно снижающих степень концентрации собственности и, соответственно, обеспечивающих более высокий уровень контроля и мониторинга деятельности мажоритариев;
- ✦ выше уровень свободного денежного потока (C_{CF}), оцениваемого как соотношение свободного денежного потока к активам субъекта хозяйствования.

Свободный денежный поток, являющийся источником формирования денежных резервов, является исходной предпосылкой использования их в частных интересах, как менеджеров, так крупных собственников, увеличивающих тем самым агентские издержки собственного финансирования;

- ✦ ниже частота внешнего контроля (C_{ZK}), оцениваемого на основе сигнала о соотношении краткосрочных и общих долговых обязательств.

Как было отмечено выше, у рассматриваемых субъектов хозяйствования в большей мере только краткосрочный долг может снизить агентские издержки привлечения собственного капитала. При этом необходимо учитывать и наличие аффилированности с банком (ОАВ) – наличие прямого или опосредованного существенного участия (например, более 10%) в уставном капитале банка или банка в капитале субъекта хозяйствования. В случае индентификации такой аффилированности контроль со стороны банка не способен эффективно снизить агентский риск, стимулируемый крупным собственником;

- ✦ ниже величина долгового налогового щита (C_{NN}).

Такого рода возможность снижения налоговых обязательств снижает привлекательность использования собственных финансовых ресурсов и зависимость от последних. В отношении агентских издержек данный фактор выполняет корректирующую роль в части роста неявных издержек собственного финансирования;

- ✦ ниже уровень корпоративной социальной ответственности (U_{CO}), что служит индикатором лояльности и социальной ответственности крупных собственников по отношению не только к наемному персоналу, но и, косвенно, по отношению к миноритариям.

В свою очередь, агентские издержки привлечения собственных финансовых ресурсов (со стороны менеджеров) тем выше, чем:

- ✦ выше потенциал нерационального использования менеджерами свободных денежных потоков (C_{NC}), оцениваемого как соотношение ситуации с высокими (низкими) значениями свободных денежных потоков и ситуации значительных (низких) перспектив роста субъекта хозяйствования.

При этом агентские издержки будут высокими при значительных свободных денежных потоках при низких перспективах роста бизнеса субъекта хозяйствования. Реинвестирование свободных денежных потоков снижает возможности кредитного рынка или рынка акций осуществлять мониторинг деятельности менеджеров. Кроме того, при наличии перспектив роста растет вероятность инвестирования менеджментом финансовых ресурсов в реализацию эффективных проектов;

- ✦ ниже эффективность использования активов (контроля операционных расходов) (C_{NA}), оцениваемая на основе соотношения операционных расходов субъекта хозяйствования и выручки от реализации.

Рост агентских издержек возможен вследствие: реализации неэффективных проектов; неэффективных действий, приводящих к снижению доходов; приобретения непроизводительных активов;

- ✦ ниже эффективность деятельности менеджеров (C_{EM}), оцениваемая на основе соотношения выручки от реализации к активам.

Более низкий приоритет по сравнению с предшествующим индикатором данный показатель получает вследствие его неоднозначности: высокая результативность деятельности субъекта хозяйствования по выручке от реализации может сосуществовать с низкой прибыльностью, а высокие доходы используются менеджерами не в пользу собственников;

- ✦ выше доля денежных средств в активах субъекта хозяйствования (C_R), которые являются основой для финансирования инструментов «окапывания» менеджеров;
- ✦ ниже перспективы роста бизнеса субъекта хозяйствования (C_G), оцениваемых на основе коэффициента Тобина как соотношения рыночной и балансовой стоимости активов, а также доли расходов на исследования и разработки в общей величине расходов;
- ✦ ниже частота внешнего контроля (C_{ZK}), который у субъектов хозяйствования с распыленной собственностью имеет существенный эффект на агентские издержки долга;
- ✦ ниже величина леввериджа субъекта хозяйствования, который, в целом, у субъектов хозяйствования с распыленной собственностью является инструментом контроля деятельности менеджеров как альтернатива рыночному механизму (C_L);
- ✦ ниже рост доходности субъекта хозяйствования (C_{RD});
- ✦ выше величина приобретений и поглощений субъектом хозяйствования (C_{PP}) как направления вложения средств, зачастую недостаточно эффективных для акционеров, подтверждением чего являются исследования в развитых странах;
- ✦ ниже доля собственности институционального инвестора (S_{IN});
- ✦ ниже уровень защиты прав инвесторов в стране (I_{ZM});
- ✦ при формировании финансовой системы, ориентированной на банки (M_S);
- ✦ чем ниже эффективность деятельности совета директоров (U_{SD}).

На приоритетность использования заемных финансовых ресурсов с точки зрения их стоимости и ее изменения в значительной мере оказывают влияние издержки финансовой нестабильности, которые будут тем больше, чем:

- ✦ ниже кредитоспособность субъекта хозяйствования (C_K);
- ✦ выше уровень финансового леввериджа (C_L);

- ✦ ниже уровень доходности субъекта хозяйствования (C_p);
- ✦ ниже соотношение рентабельности деятельности и среднего уровня процентных ставок по кредитам банков (C_{RP});
- ✦ выше уровень безвозвратной финансовой помощи других субъектов хозяйствования (C_{FK}), идентифицируемого на основе соотношения разницы другой дебиторской задолженности субъекта хозяйствования и других обязательств к активам. Отрицательное значение является индикатором кредитной поддержки со стороны других предприятий;
- ✦ выше доля резерва денежных средств в активах субъекта хозяйствования (C_R), являющегося с точки зрения издержек финансовой нестабильности, его запасом ликвидности и финансовой гибкости;
- ✦ выше волатильность денежных потоков (C_{VO}), оцениваемое на основе стандартного отклонения квартальных денежных потоков от операционной деятельности (по отношению к общему долгу) за четыре финансовых года;
- ✦ выше волатильность активов субъекта хозяйствования (C_{VA});
- ✦ выше вероятность развития финансового кризиса в стране (M_{BK});
- ✦ ниже темп экономического развития государства (M_E);
- ✦ при отсутствии аффилированности с банковским учреждением (O_{AB}).

Не менее значимыми для стоимости финансовых ресурсов субъекта хозяйствования, как собственных, так и заемных, являются издержки информационной асимметрии. Считаем необходимым сформировать следующую последовательность приоритетов при интегрировании слабых сигналов о факторах, их детерминирующих, согласно которой издержки информационной асимметрии будут тем выше, чем:

- ✦ ниже информационная прозрачность заемщика (C_{IN}), индикаторами которой выступают: принадлежность к одному из основных национальных фондовых индексов; размер субъекта хозяйствования; наличие кредитного рейтинга;
- ✦ выше перспективы роста субъекта хозяйствования (C_C) ввиду сложности достоверной оценки опциона стоимости бизнеса при его успешном развитии;
- ✦ ниже уровень левериджа (C_L);
- ✦ выше выплаты собственникам субъекта хозяйствования (C_D), как сигнал устойчивого финансового положения субъекта хозяйствования и соблюдения интересов собственников;
- ✦ меньше период деятельности субъекта хозяйствования на рынке – возраст компании (C_A);
- ✦ при отсутствии кредитования банком-нерезидентом (C_{BN}), способного осуществить более непредвзятую оценку финансового состояния и кредитоспособности субъекта хозяйствования;

- ✦ ниже эффективность механизма распространения информации на кредитном рынке (I_I), оцениваемая по следующими индикаторами: наличие частных и государственных кредитных бюро, наличие распространения информации, как о физических лицах, так и о юридических; распространение как отрицательной, так и положительной информации; наличие механизма агрегирования информации не только со стороны банков, но и от других кредиторов; способность отслеживания информации заемщиками;
- ✦ ниже уровень информационной прозрачности субъекта хозяйствования (U_{IP}), оцениваемый на основе: практики привлечения внешнего аудитора для аудита финансовой отчетности; раскрытия информации о членах совета директоров и членах исполнительных органов общества; оперативности раскрытия информации в форме ежеквартального отчета; раскрытия информации о деятельности общества на Интернет-сайте; факта ведения финансовой отчетности по МСБУ;
- ✦ ниже частота внешнего контроля (C_{ZK}), сигналом об уровне которого служит степень краткосрочности привлекаемых финансовых ресурсов субъектом хозяйствования;
- ✦ ниже уровень финансового развития страны (M_{FR}), оцениваемый на основе индикаторов: капитализации рынка ценных бумаг, объемов операций на рынке облигаций; уровня капитализации рынка государственных облигаций, поддерживающих уровень информационной открытости субъектов хозяйствования;
- ✦ ниже темп экономического развития (M_E), стимулирующий финансовое развитие страны и повышающий объемы операций на финансовом рынке и, следовательно, информационный обмен между инвесторами и реципиентами инвестиций.

Остановившись на рыночных индикаторах стоимости финансовых ресурсов, в части сигналов о стоимости заемных финансовых ресурсов следует выделить такие из них в порядке их приоритетности или значимости для отображения. При этом стоимость заемных финансовых ресурсов будет тем больше, чем:

- ✦ выше уровень процентных ставок по кредитам юридическим лицам (M_P);
 - ✦ выше уровень инфляции (M_{IF});
 - ✦ выше уровень странового риска (M_{ST}), оцениваемый на основе кредитного рейтинга государственных облигаций или спреда дефолта;
 - ✦ ниже уровень защиты прав кредиторов в стране (I_{ZK}).
- В свою очередь, стоимость собственных финансовых ресурсов субъекта хозяйствования будет тем выше, чем:
- ✦ выше рыночная премия за риск на рынке акций (M_{MP});
 - ✦ выше уровень инфляции (M_{IF});
 - ✦ выше уровень странового риска (M_{ST});

- ✦ выше темп изменения фондового индекса (M_{FI});
- ✦ выше волатильность активов субъекта хозяйствования (C_{VA}), свидетельствующая о росте бизнес-риска;
- ✦ ниже уровень ликвидности акций субъекта хозяйствования (C_{LS}).

Последней категорией издержек, учитываемых в системе индикаторов стоимости финансовых ресурсов, являются транзакционные издержки, возникающие вследствие реализации операций по приобретению, продаже, передаче прав на титулы собственности на финансовые ресурсы субъекта хозяйствования, а также издержки, инициируемые транзакциями, связанными с выпуском и обращением долговых обязательств субъекта хозяйствования, привлечением и обслуживанием банковских кредитов. При этом транзакционные издержки заемных финансовых ресурсов будут тем выше, чем:

- ✦ ниже ликвидность кредитного рынка (M_{LK}), обусловленная низким уровнем монетизации ВВП; низким темпом роста монетарной и денежной базы; низким соотношением ликвидных активов банка к совокупным их активам;
- ✦ ниже ликвидность рынка облигаций (M_{LB}), связанная с: высоким значением спреда при закрытии торгов; небольшими объемами торгов; большим числом облигаций в сделке;
- ✦ ниже уровень финансового развития страны (M_{FR}), обусловленный низким уровнем капитализации рынка ценных бумаг, включая рынки корпоративных и государственных облигаций.

В качестве сигналов об уровне транзакционных издержек привлечения собственных финансовых ресурсов также будет служить информация о ликвидности финансового рынка. В частности, такие издержки будут тем выше, чем:

- ✦ ниже ликвидность рынка акций (M_{LA}), обусловленная: высоким значением спреда при закрытии торгов; небольшими объемами торгов; большим числом акций в сделке;
- ✦ ниже ликвидность акций субъекта хозяйствования, оцениваемая на основе соотношения объема торгов и произведения количества акций, находящихся в обращении на доходность данных ценных бумаг;
- ✦ ниже уровень финансового развития страны (M_{FR}), обусловленный низким уровнем капитализации рынка ценных бумаг, включая рынки корпоративных и государственных облигаций.

Таким образом, сформированный индикативный подход к оценке возможных изменений в стоимости финансовых ресурсов на базе выявления слабых сигналов основан на последовательном агрегировании информации в виде показателей-индикаторов, отражающих степень возможного изменения факторов-стимуляторов и дестимуляторов издержек финансирования, что свидетельствует о смещении приоритета в использовании того или иного источника финансовых ресурсов и, следовательно, служит основой для принятия решений в системе управления финансовой деятельностью

относительно структуры финансирования и инвестиционной деятельности, корректировки структуры собственности, направленных в целом на снижение стоимости привлекаемого и используемого капитала и, соответственно, повышение рыночной стоимости бизнеса субъекта хозяйствования. ■

ЛИТЕРАТУРА

1. **Bennedsen M.** The balance of power in closely held corporations / M. Bennedsen, D. Wolfenzon // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – № 58. – P. 113 – 139.
2. **Gomes A.** Sharing of control as a corporate governance mechanism / A. Gomes, W. Novaes. – 2001 [Electronic resource]. – Access mode : <http://finance.wharton.upenn.edu/~rlwctr/papers/0109.pdf>
3. **Tunnelling** / Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer // NBER Working Paper No. 7523. – 2000 [Electronic resource]. – Access mode : <http://piketty.pse.ens.fr/files/Johnsonetal2000.pdf>
4. **Lin C.** Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing / C. Lin, Yue Ma, Paul Malatesta, Yuhai Xuan [Electronic resource]. – Access mode : <http://ssrn.com/abstract=1522726>
5. **Friedman E.** Propping and tunneling / Eric Friedman, Simon Johnson, Todd Mitton // *Journal of Comparative Economics*. – 2003. – Vol. 31(4). – P. 732 – 750.
6. **Doukas J.** Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms / J. A. Doukas, C. Pantzalis // *Journal of Corporate Finance*. – 2003. – Vol. 9. – P. 59 – 92.
7. **Faccio M.** Debt and expropriation / M. Faccio, L. H. P. Lang, L. Young // Working paper, Purdue University and The Chinese University of Hong Kong. – 2001.
8. **Grullon G.** Managerial incentives, capital structure and firm value: Evidence from dual class stocks / Grullon, G., G. Kanatas // Working paper, Jones Graduate School of Management, Rice University. – 2001.
9. **Harvey C.** The effect of capital structure when expected agency costs are extreme / C. R. Harvey, K. V. Lins, A. H. Roper // *Journal of Financial Economics*. – 2004. – № 74. – P. 3 – 30.

REFERENCES

- Bennedsen, M., and Wolfenzon, D. "The balance of power in closely held corporations". *Journal of Financial Economics*, no. 58 (2000): 113-139.
- Doukas, J. A., and Pantzalis, C. "Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms". *Journal of Corporate Finance*, vol. 9 (2003): 59-92.
- Friedman, E., Johnson, S., and Mitton, T. "Propping and tunneling". *Journal of Comparative Economics*, vol. 31(4) (2003): 732-750.
- Faccio, M., P. Lang, L. H., and Young, L. "Faccio M. Debt and expropriation". *Working paper, Purdue University and The Chinese University of Hong Kong* (2001).
- Gomes, A., and Novaes, W. "Sharing of control as a corporate governance mechanism". <http://finance.wharton.upenn.edu/~rlwctr/papers/0109.pdf>
- Grullon, G., and Kanatas, G. "Managerial incentives, capital structure and firm value: Evidence from dual class stocks". *Working paper, Jones Graduate School of Management, Rice University* (2001).
- Harvey, C. R., Lins, K. V., and Roper, A. H. "The effect of capital structure when expected agency costs are extreme". *Journal of Financial Economics*, no. 74 (2004): 3-30.
- Johnson, S., La Porta, R., and Lopez-de-Silanes, F. "Tunneling" <http://piketty.pse.ens.fr/files/Johnsonetal2000.pdf>
- Lin, C., Ma, Yu., and Malatesta, P. "Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing". <http://ssrn.com/abstract=1522726>