

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ФАКТОРОВ ФОРМИРОВАНИЯ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ

ЗАКОРКО М. В.

УДК 657.422.1

Закорко М. В. Определение факторов формирования стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования

В статье обобщены и систематизированы факторы формирования стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования, агрегирующие четыре блока: факторы, обусловленные структурой активов, эффективностью и перспективами инвестиционной деятельности субъекта хозяйствования; факторы, определяемые структурой финансирования деятельности субъекта хозяйствования; факторы, обусловленные структурой собственности; внешние факторы, отражающие влияние макроэкономического окружения. Подчеркнута фундаментальная закономерность, согласно которой, чем выше неэффективность и несовершенство (фрикционность) финансового рынка, тем в большей мере сказывается влияние специфических внутренних факторов деятельности субъектов хозяйствования на стоимости их финансовых ресурсов. На основе анализа степени финансового развития Украины сделан вывод о существовании всех предпосылок для формирования значительного разрыва между стоимостью внешнего и внутреннего финансирования, в максимальной степени проявляющегося в период кризиса и рецессии. Оценены показатели внутренних детерминантов стоимости финансирования (размера компаний, структуры активов и перспектив роста) субъектов хозяйствования в Украине, сопоставимых с показателями стран с развивающимися рынками. Обобщены факторы стоимости со стороны особенностей сформированной структуры собственности субъектов хозяйствования в Украине.

Ключевые слова: финансовые ресурсы, стоимость финансовых ресурсов, факторы стоимости, структура капитала, агентские издержки.

Рис.: 4. **Табл.:** 1. **Библ.:** 32.

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

E-mail: sashalakt@rambler.ru

УДК 657.422.1

Закорко М. В. Визначення чинників формування вартості фінансових ресурсів суб'єктів господарювання

У статті узагальнено та систематизовано чинники формування вартості фінансових ресурсів суб'єктів господарювання, що агрегують чотири блоки: фактори, обумовлені структурою активів, ефективністю і перспективами інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання; фактори, обумовлені структурою фінансування діяльності суб'єкта господарювання; фактори структури власності; зовнішні фактори, що відображають вплив макроекономічного оточення. Підкреслено фундаментальну закономірність, згідно з якою, чим вище неефективність і недосконалість фінансового ринку, тим більшою мірою позначається вплив специфічних внутрішніх факторів діяльності суб'єктів господарювання на вартості їхніх фінансових ресурсів. На основі аналізу ступеня фінансового розвитку України зроблено висновок про існування всіх передумов для формування значного розриву між вартістю зовнішнього і внутрішнього фінансування, що максимальною мірою проявляється в період кризи і рецесії. Оцінено показники внутрішніх детермінантів вартості фінансування (розміру компанії, структури активів і перспектив зростання) суб'єктів господарювання в Україні, що за своєю величиною в цілому відповідають показникам країн із ринками, які розвиваються. Узагальнено фактори вартості з боку особливостей сформованої структури власності суб'єктів господарювання в Україні.

Ключові слова: фінансові ресурси, вартість фінансових ресурсів, фактори вартості, структура капіталу, агентські витрати.

Рис.: 4. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 32.

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

E-mail: sashalakt@rambler.ru

UDC 657.422.1

Zakorko M. V. Identification of Factors of Formation of the Cost of Financial Resources of Economic Subjects

The article generalises and systemises factors of formation of the cost of financial resources of economic subjects that aggregate four blocks: factors, caused by the structure of assets, effectiveness and prospects of investment activity of an economic subject; factors, determined by the structure of financing of activity of an economic subject; factors, caused by the structure of ownership; and external factors that reflect influence of macro-economic environment. The article underlines fundamental rule, according to which the higher the inefficiency and imperfection (friction property) of the financial market, the bigger the influence of specific internal factors of activity of economic subjects upon the cost of their financial resources. The article makes a conclusion on the basis of the analysis of the degree of financial development of Ukraine that there are all prerequisites for formation of a significant discrepancy between the cost of external and internal financing, which manifests itself most vividly in the period of a crisis and recession. The article assesses indicators of internal determinants of the cost of financing (size of a company, structure of assets and prospects of growth) of economic subjects in Ukraine, which could be compared with indicators of the countries with developing markets. The article generalises cost factors from the view of specific features of the formed structure of ownership of economic subjects in Ukraine.

Key words: financial resources, cost of financial resources, cost factors, structure of the capital, agency costs.

Pic.: 4. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 32.

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

E-mail: sashalakt@rambler.ru

Стоимость финансовых ресурсов является одним из наиболее влиятельных факторов, определяющих рыночную оценку благосостояния собственников, это исходный стимул реализации инвестиционной деятельности компаний и их развития и, следовательно, фактор роста экономики страны. Как и другие виды ресурсов, финансовые ресурсы получают свою цену на

рынке, который в зависимости от степени его развития, ликвидности, информационной эффективности, доступности для компаний с позиции трансакционных издержек с той или иной степенью объективности отражаются в рыночной стоимости капитала. В зависимости от степени возможностей диверсификации активов инвесторов финансовый рынок вознаграждает тот или

иной инвестиционный риск, формируя тем самым соответствующую рыночную стоимость капитала владельцев. Формирующаяся стоимость финансирования в значительной степени определяется спецификой внутренних и внешних факторов субъектов хозяйствования, характерных для данной страны. При этом особенности и степень их влияния отличаются для стран с развитыми и развивающимися рынками капитала.

Вопросы стоимости финансирования, как правило, поднимаются авторами, с одной стороны, занимающимися проблемами инвестиционной оценки и определения необходимой нормы доходности, с другой стороны, исследующих проблемы управления структурой капитала компаний, к которым следует отнести Миллер М., Модильяни Ф., ДеАнжело Х, ДеАнжело Л., Зингалес Л., Равив Э., Раджан Р., Харрис М., Ивашковская И.В., Бланк И., Шаблиста Л. М. и др. Вместе с тем, усиление проблем неэффективности и несовершенства рынков капитала, особенно актуальных для стран с развивающимися рынками, определяет необходимость смещения фокуса внимания с вопросов учета фактора стоимости в принятии финансовых и инвестиционных решений на сам этот фактор, объективность формирования и величина которого является сегодня не только предметом управления на микроуровне, но и объектом стимулирующей политики государства в системе регулирования экономического развития страны.

Отсюда целью статьи является систематизация факторов формирования стоимости финансовых ресурсов с позиции выделения в их совокупности факторов внутреннего и внешнего влияния, обуславливающих принятие инвестиционных и финансовых решений.

При выделении факторов, влияющих на стоимость финансирования субъектов хозяйствования, будем исходить из следующих положений, получивших развитие в современных подходах к определению структуры капитала и оценке рыночной стоимости активов:

- ✦ финансовые рынки являются в той или иной степени несовершенными (фрикционными), что обусловлено существованием проблем асимметрии информации между их участниками, агентских проблем, транзакционных издержек рынка капитала, налогов и регулирования со стороны государства;
- ✦ финансовые рынки являются в определенной степени неэффективными, предполагающими искажение стоимости капитала рынком и ее отклонение от «справедливой» или внутренней стоимости субъекта хозяйствования.

Исходя из данных предпосылок, в систему факторов формирования стоимости финансирования субъектов хозяйствования целесообразно включить четыре агрегированных блока, синтезирующих в себе основные детерминанты стоимости (рис. 1): факторы, обусловленные структурой активов, эффективностью и перспективами инвестиционной деятельности субъекта хозяйствования; факторы, определяемые структурой финансирования деятельности субъекта хозяйствования; факторы, обусловленные структурой собственности; внешние факторы, отражающие влияние макроэкономического

окружения. При этом первые три из указанных групп относятся к внутренним, формируемым в результате принятия инвестиционных, финансовых и других управленческих решений на уровне субъекта хозяйствования.

Следует отметить следующую фундаментальную закономерность между влиянием внутренних и внешних факторов – чем выше неэффективность и несовершенство (фрикционность) финансового рынка, тем в большей мере сказывается влияние специфических внутренних факторов деятельности субъектов хозяйствования на стоимости их финансовых ресурсов. Так, согласно сформулированным положениям теории Миллера М. и Модильяни Ф., в условиях эффективного финансового рынка ни структура финансирования, ни специфические характеристики активов субъекта хозяйствования не изменяют общую стоимость используемого капитала и, следовательно, не определяют рыночную стоимость компании, а состояние финансовых рынков принимает участие в формировании цены финансирования только посредством своего влияния на уровень процентных ставок. Нарушение же указанных предпосылок, делает актуальным рассмотрение ряда других внутренних (специфических) факторов субъекта хозяйствования, указанных на рис. 1. Данные факторы формируют соответствующие эффекты, определяющие разнообразие видов издержек в стоимости финансовых ресурсов: налоговый эффект от привлечения долгового финансирования, агентские издержки и издержки информационной асимметрии, издержки финансовой нестабильности, транзакционные издержки привлечения ресурсов, издержки финансовых ограничений.

Поскольку источником дополнительных издержек, формирующих стоимость финансирования субъектов хозяйствования, является ряд внешних факторов и условий, остановимся на них более подробно:

- ✦ фактор несовершенства рынка капитала (его фрикционности) состоит в существовании ряда обстоятельств и явлений на рынке, обуславливающих возникновение издержек, затрудняющих торговлю и инвестирование на финансовом рынке. К таким явлениям относят: существование транзакционных издержек, определяемые необходимостью несения расходов в процессе торговли и издержек упущенной выгоды ввиду временных расходов на торговые операции и поиск информации; налогов и системы регулирования, определяющих наличие явных и неявных издержек соблюдения законодательных норм и правил деятельности; проблемы неделимости активов и необходимости поддержания определенного минимума финансовых инструментов; существование агентских конфликтов и информационной асимметрии между различными участниками рынка капитала, определяющих возникновение соответствующих издержек [1]. Сложность непосредственной оценки такого рода издержек является причиной преимущественно косвенного их выявления и определения степени их возможного влияния;

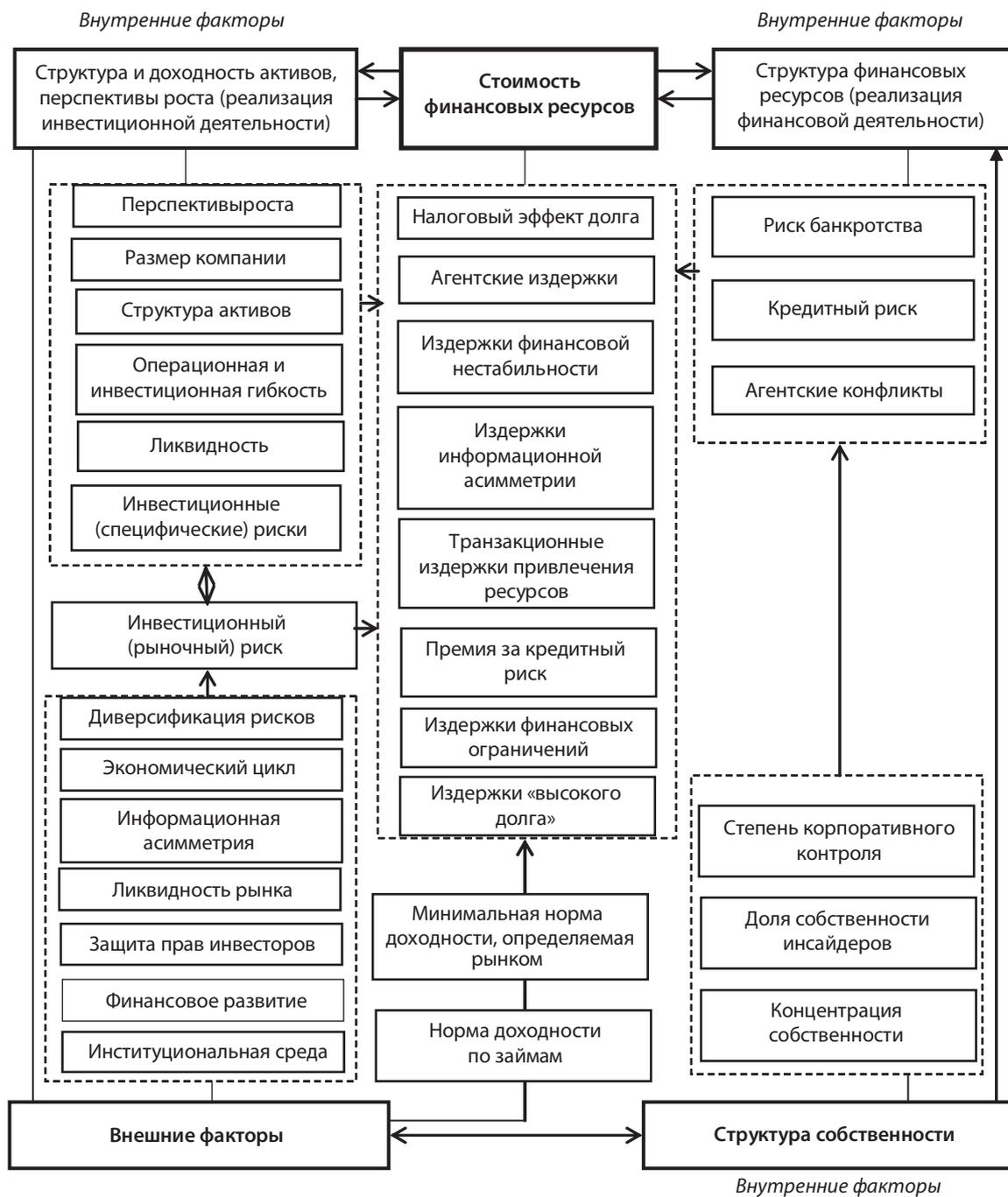


Рис. 1. Факторы влияния на стоимость финансовых ресурсов субъекта хозяйствования

✦ фактор неэффективности рынка капитала заключается в наличии устойчивой тенденции отклонения рыночной цены активов от их внутренней стоимости, следствием чего является невозможность объективной оценки стоимости финансирования на основе рыночной информации о цене актива. При этом в качестве примеров проявления неэффективности могут служить: сильная реакция рынка и цен на поступление новой информации, с медленной последующей корректировкой цены; значительная волатильность цен, не соответствующая изменчивости фундаментальных факторов деятельности компаний и, следовательно, их

стоимости; медленная реакция на появление новой информации о доходах компаний.

Несмотря на то, что проявление несовершенства и неэффективности рынка капитала может быть обусловлено рядом однородных обстоятельств и условий, интерпретация влияния их на стоимость финансовых ресурсов должна быть разной: результатом несовершенства финансового рынка является разрыв в стоимости внутренних и внешних финансовых ресурсов для субъекта хозяйствования, результатом неэффективности рынка – необъективная оценка рынком стоимости финансирования, формирующая временные преимущества или недостатки привлечения внешних финансовых ресурсов.

Другие макроэкономические факторы, указанные на рис. 1, преимущественно реализуются в указанных двух особенностях рынка капитала, зачастую рассматриваются как частные или общие признаки, предпосылки или критерии их формирования. В результате сложности непосредственной оценки премии (дополнительных издержек), возникающих при привлечении внешних финансовых ресурсов, научные исследования, устанавливающие взаимосвязь между макросредой, особенностями развития рынка капитала и объемами инвестиций субъектов хозяйствования, преимущественно построены на оценке степени реализации эффекта финансовых ограничений в зависимости от сформировавшегося макроэкономического окружения.

В данном аспекте финансовые ограничения – это косвенный признак превышения стоимости внешнего финансирования над стоимостью внутреннего капитала, определяемые в соответствии со степенью чувствительности объемов инвестиций субъектов хозяйствования от величины их чистого денежного потока как источника внутреннего финансирования. Чем выше степень такой чувствительности, тем в большей мере финансово ограниченными считаются субъекты хозяйствования, испытывающие влияние несовершенства рынка капитала в лице формирующихся различного рода издержек внешнего финансирования.

В числе данных факторов влияния следует отметить: ликвидность финансового рынка, законодательное обеспечение и его исполнение, институциональную среду, защиту прав инвесторов и кредиторов, структуру финансовой системы, инвестиционную активность институциональных инвесторов и др. При этом более поздние исследования, взятые в основу методических подходов анализа мировых финансовых институтов, объединяют все указанные факторы в единую интегрированную характеристику – уровень финансового развития страны.

Среди исследований, посвященных взаимосвязи данных факторов и доступа к внешнему финансированию, следует отметить Демиргунт-Кунта А. и Максимовича В., обозначивших положительную взаимосвязь между ними [2]. Более поздние их исследования [3], а также сравнительный анализ структуры капитала и особенностей формируемой структуры заемных финансовых ресурсов, сделанный Фаном Дж., Титманом С. и Твитом Д. [4], подтвердили существенное влияние институциональных факторов (роста ВВП, уровня инфляции, уровня развития рынка капитала, степени защиты инвесторов и налоговой политики). Именно эти факторы с их точки зрения объясняют различие величины и структуры заемного финансирования субъектов хозяйствования развитых и развивающихся стран, а сама структура финансовой системы, ее сфокусированность на банковском или рыночном финансировании определяют деловую активность на различных стадиях экономического развития.

Заслуживают внимание также исследования, определяющие тип финансовой системы, представляющий большие финансовые возможности для субъектов хозяйствования, имеющих финансовые ограничения и, со-

ответственно, испытывающих максимальные издержки внешнего финансирования. В данной сфере следует выделить анализ Раджана Р. и Зингалеса Л. [5], выявивший закономерность, согласно которой субъекты хозяйствования отраслей, в большей степени зависящих от внешнего финансирования, имеют большие темпы экономического роста в странах с более развитой финансовой системой. Подтверждение данной гипотезы получено также в работах Алмейда Х. [6] и Левайна Р. [7], проводивших исследования на большой выборке различных стран. Особенность их выводов состоит в подтверждении важности уровня развития и структуры финансовой системы для субъектов хозяйствования, испытывающих финансовые ограничения, и отсутствия влияния данных факторов на компании, не имеющих значимого отличия между стоимостью внутреннего и внешнего финансирования. В то же время, на роли типа финансовой системы делают акцент Баума К., Шаферб Д. и Талавера А., определивших, что именно система, ориентированная на банковское финансирование, обеспечивает более легкий доступ к внешним ресурсам компаниям с ограниченными финансовыми возможностями [8]. И, напротив, субъекты хозяйствования в странах, тяготеющих к рыночному финансированию, более вероятно будут испытывать финансовые ограничения. К важным полученным результатам следует отнести также выводы о влиянии масштабов финансовой системы и ее составляющих на развитие малого и крупного бизнеса и их долговую политику: объемы операций на фондовом рынке, в отличие от банковского, не оказывают влияние на размер привлекаемого долга малыми предприятиями.

Институциональные характеристики стран с развивающимися рынками в виде слабой защиты прав инвесторов, низкого уровня корпоративного управления, значительными проблемами информационной асимметрии определяют формирование качественно иных проблем агентских издержек, на что обращают внимание современные исследования [9]. Важнейшую роль при этом играет информационная среда, позволяющая приблизить рыночную стоимость финансирования к ее истинному значению, что дает возможность инвесторам лучше оценить стоимость компаний, ее риски и перспективы. Напротив, информационная асимметрия ведет к ухудшению эффективности распределения капитала на рынке, наращиванию разрыва процентных ставок по депозитам и займам, необходимости проведения кредитного рacionamento, увеличивающего неявные издержки кредитования.

Информационная асимметрия и агентские конфликты негативно влияют на способность внешнего финансирования, определяя значительное снижение инвестиций. В Украине падение объема капитальных инвестиций в 2009 г. составило 30% и, несмотря на определенный их рост за последние 3 года, их объем на конец 2012 г. не достиг уровня 2008 г. (рис. 2).

Указанная на рис. 2 динамика в целом подтверждается уровнем финансового развития Украины, оцениваемым Всемирным экономическим форумом. Такую оценку Мировой банк осуществляет с позиции несколь-

ких агрегированных групп факторов: 1) качества институциональной среды, обеспечивающей финансовую систему эффективными регулированием, контролем и законодательными нормами, корпоративным управлением и защитой прав инвесторов, способствующих снижению информационной асимметрии и трансакционных издержек, 2) качества бизнес-окружения, 3) уровня финансовой стабильности финансовых институтов и рынков, 4) масштаба и эффективности банковской системы, финансовых рынков и небанковских институтов, которые позволяют повысить эффективность распределения капитала, мониторинга, ликвидности рынка, снизить издержки привлечения капитала, 5) доступа к финансированию и финансовых услуг посредством коммерческого и розничного каналов. Согласно интегральному рейтингу финансового развития, представленному в Отчете Всемирного экономического форума, Украина в 2012 г. опустилась на пять позиций до 59 места из 62 стран в рейтинге со значением индекса 2,56 (рис. 3).

При этом показателями, по которым наблюдается падение в 2012 г. стали (см. рис. 3): снижение качества предоставления банковских услуг (с 2,8 до 2,3) по показателям доходности банковской деятельности, качества активов, административных расходов, снижение качества своих услуг небанковскими учреждениями (с 2,11 до 1,95); падение качества бизнес среды (с 3,6 до 3,57), стремительное падение уровня развития финансовых рынков (с 1,48 до 1,4) в связи со снижением оборачиваемости фондового рынка и его капитализации в 5 раз. Такое ухудшение не могло не сказаться и на доступе субъектов к источникам внешнего финансирования, отражаясь в явных и неявных издержках его использования, – в рейтинге по этой характеристике Украина опустилась с 49 на 56 место, закрепив за собой авторитет страны с крайне высоким уровнем финансовых ограничений.

Ослабить либо усилить фрикционность и неэффективность рынка капитала позволяют внутренние характеристики субъектов хозяйствования, влияющие

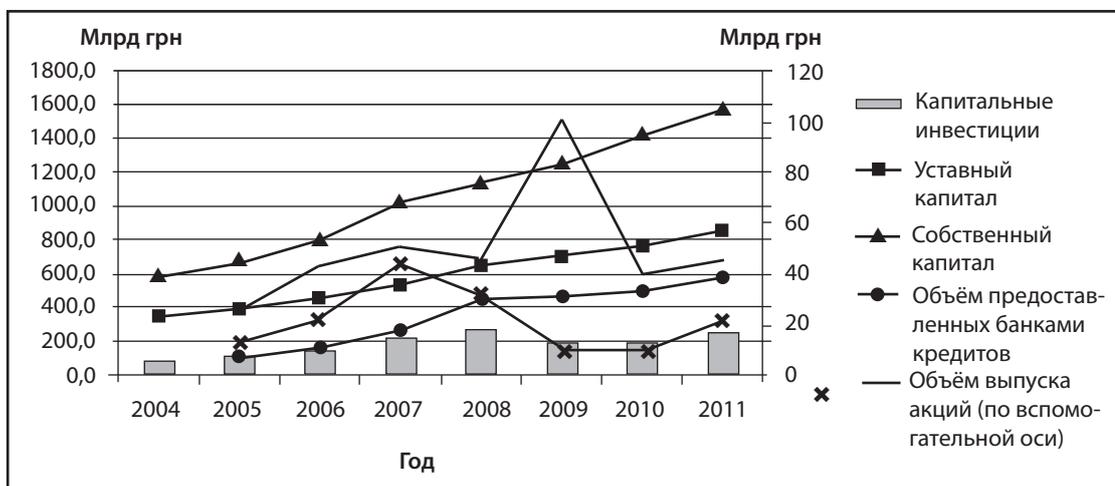


Рис. 2. Динамика объемов инвестиций, источников и форм финансирования в Украине

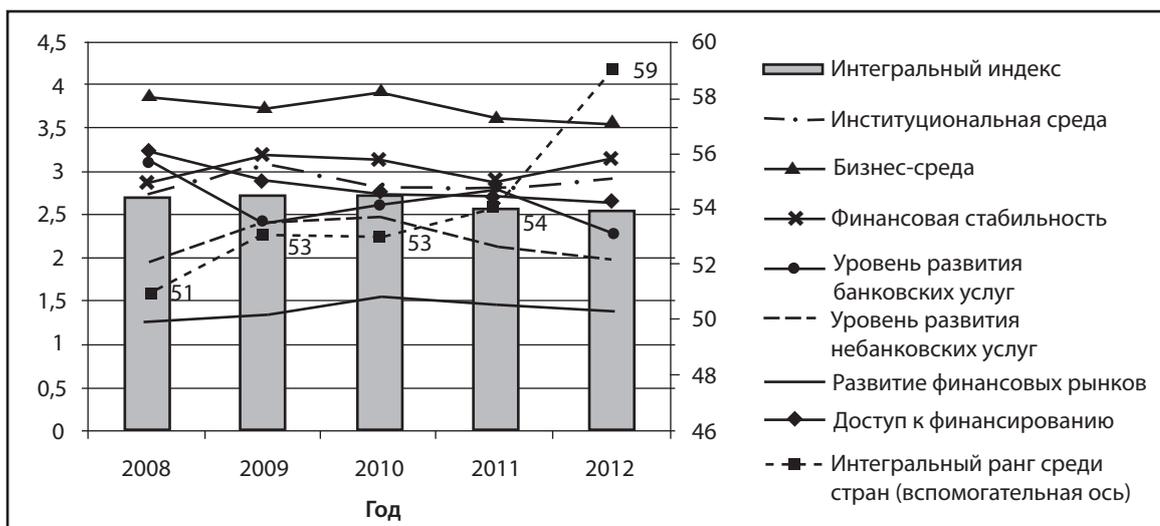


Рис. 3. Показатели финансового развития Украины, оцениваемые Всемирным банком (построено на основе [10])

на сформированный внешней средой доступ к внешним финансовым ресурсам и их стоимость. К факторам структуры активов, эффективности и перспективам их использования относят:

- ✦ *размер компании* – является определяющим фактором в формировании финансовых ограничений, доступа к финансированию, эффекта масштаба при привлечении финансовых ресурсов на рынке капитала. Рост размера субъекта хозяйствования коррелирует с увеличением доступа к информации о компании, сказывается на снижении агентских издержек долга, определяет снижение остроты проблемы неблагоприятного выбора и, следовательно, снижение затрат от асимметрии информации при эмиссии. Кроме того, для крупных компаний, как правило, характерна высокая доля внеоборотных активов, что также снижает агентские издержки долга [11]. И наоборот, меньшие по размеру компании испытывают большие расходы внешнего финансирования вследствие более сильной информационной асимметрии, риска дефолта, больших тенденциях их роста. Стоимость таких компаний имеет значительную составляющую, зависящую от ценности опциона их роста, которая может быстро дефлировать в случае финансовых проблем. Малые компании имеют, как правило, большую часть в активах специализированных активов, что снижает их ценность как залога. К таким выводам подводит ряд современных исследований, подтвердивших данную закономерность для стран Европы [12 – 15];
- ✦ *стоимость имущества*, которое можно предоставить в залог – в случае существенных агентских издержек и информационной асимметрии определяет кредитоспособность компании. Является объясняющим фактором макроэкономического эффекта финансового акселератора как источника усиления взаимного влияния проблем ликвидности в финансовом и реальном секторах экономики: рецессия ведет к снижению стоимости активов, соответственно, снижая стоимость залога, кредитоспособность, тем самым увеличивая финансовые ограничения и стоимость внешнего финансирования, снижая объемы кредитования и, соответственно, потребление и деловую активность компаний. Данный фактор также может оцениваться показателем доли необоротных активов. Рост данного показателя снижает агентские издержки долга и, следовательно, его стоимость, ведет к уменьшению издержек банкротства и финансовой нестабильности. Вместе с тем, как указывают Харрис М. и Равив Э., низкая информационная асимметрия, которая ассоциируется с такими активами, делает и собственный капитал менее дорогим [16];
- ✦ *фактор перспективы роста субъекта хозяйствования* – создает большую вероятность фи-

нансовых ограничений вследствие того, что при неблагоприятных обстоятельствах такие компании теряют в большей мере свою стоимость. Для таких субъектов хозяйствования проблема неспособности финансирования выгодных проектов более вероятна. При увеличении опциона роста проблема замещения активов также усиливается, наращивая тем самым агентские издержки долга. Вместе с тем, агентская проблема акционерного капитала здесь менее актуальна. Наиболее распространенным индикатором данного фактора является показатель соотношения рыночной и балансовой стоимости собственного капитала компании (Q Тобина). Среди современных исследований, подтверждающих указанную взаимосвязь, необходимо отметить Барклая М. [17], Фрэнка М. и Гойала В. [18].

В табл. 1 представлены показатели, отражающие указанные выше внутренние факторы субъектов хозяйствования реального сектора экономики в Украине. При этом, 1 – 3 показатели рассчитаны на основе агрегированных данных субъектов хозяйствования, 4 и 5-й показатели – на основе данных 16-ти субъектов реального сектора, входящих в расчет индекса ПФТС.

Таблица 1

Показатели, отражающие внутренние факторы формирования стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования в Украине

№	Показатель	Год			
		2011	2010	2009	2008
1	Эффективная ставка налогообложения прибыли	0,190	0,196	0,218	0,223
2	Доля необоротных активов в общих активах	0,456	0,468	0,486	0,486
3	Бизнес риск (стандартное отклонение доходности)	0,017	-	-	-
4	Натуральный логарифм рыночной капитализации (размер компаний)	14,647	14,802	14,612	15,054
5	Коэффициент Тобина	1,887	1,555	1,049	2,053

В соответствии с величиной рассчитанных показателей можно предположить следующее: 1) увеличение стоимости заемного капитала для компаний вследствие снижения налогового щита; 2) рост агентских издержек долга из-за падения доли необоротных активов; 3) увеличение в целом издержек внешнего финансирования вследствие снижения показателя размера компаний по величине их капитализации; 4) сохранение оснований для существенных агентских издержек долга при сохранении значительного значения коэффициента Тобина.

Следующая рассматриваемая группа факторов, оказывающих влияние на стоимость финансирования,

относится к факторам концентрации собственности. Для Украины, как и для других стран с развивающимися рынками, характерна высокая ее величина с наличием значительного дисбаланса между величиной корпоративного контроля и прав владельцев на денежные потоки компаний. Как указывают исследователи, доминантной формой организации бизнеса в таких странах являются крупные, пирамидальные компании, которые контролируются одним или несколькими частными лицами (семьями) и состоят из нескольких, а иногда сотен, публичных и непубличных компаний [19].

Эта особенность является результатом слабой защиты прав собственников, низкого уровня институционального обеспечения, недостаточного финансового развития страны. Необходимо отметить, что именно низкая защита прав собственников и кредиторов, по результатам анализа Р. Ла Порты и др., является одним из наиболее существенных факторов, замедляющих и ограничивающих развитие финансовых рынков в таких странах [20]. Подтверждение высокой концентрации собственности в таких экономиках имеются в работах М. Аягари [21], для России – Ружанской А. [22], Долгопятовой Т. [23], Кузнецова П. [24], Масленниковой М. [25], для Украины – Бычковой Н. В. [26], Костюка А. [27]. Так, исследования, проведенные в 2011 г. компанией «Concorde Capital» по 114 крупнейшим отечественным корпорациям, указывают на то, что все они являются объектами мажоритарной собственности. При этом в 51 компании мажоритарная собственность принадлежит олигархам [28]. Из 20 компаний, входящих в расчет индекса ПФТС, 100% имеют в своем составе хотя бы одного собственника, пакет акций которого превышает 10%, 95% – имеют владельца, пакет которого более 25%; 75% – с пакетом владельца более 50% акций, 35% – с пакетом, превышающим 75% и 20% – с пакетом владельца, на которого приходится более 90% акций.

В этой ситуации одновременно несколько факторов в комплексе определяют особенности ценообразования капитала и его структуры: размер, концентрация собственности, корпоративный контроль, организация бизнеса, тип владельца, которые синтезируются в понятие «финансовой архитектуры» компании. Финансовая архитектура сложным образом определяется на агентских издержках, расходах информационной асимметрии, ликвидности эмитированных ценных бумаг, эмиссионных расходах таких компаний, степени их финансовых ограничений. Основываясь на результатах исследований зарубежных и отечественных ученых, можно обобщить следующие гипотезы о влиянии указанных факторов финансовой архитектуры на стоимость финансирования:

а) относительно фактора концентрации собственности: концентрация собственности ведет к уменьшению ликвидности акций на рынке, меньшим возможностям диверсификации своих рисков владельцами и, следовательно, к увеличению стоимости пополнения собственного капитала из внешних источников. Снижение возможностей мониторинга менеджеров со стороны рынка определяет рост определенных агентских издер-

жек и, как следствие, минимальной нормы доходности собственного капитала со стороны внешних инвесторов. В компаниях с высококонцентрированной собственностью предполагается возникновение особого рода агентского конфликта – между мажоритариями и миноритариями, предусматривающего проблему экспроприации крупными акционерами рентного дохода, чем нарушаются интересы других собственников. Вместе с тем, концентрация предусматривает уменьшение конфликта интересов между акционерами и менеджерами и соответствующих агентских издержек. Необходимо также отметить нелинейность влияния степени концентрации собственности на величину агентских издержек;

в) относительно фактора корпоративного контроля: чем больший разрыв имеется между объемом прав на контроль и прав на денежные потоки (прав собственника), тем в большей степени концентрированный собственник, даже не обладая большим пакетом акций, может осуществлять трансферт ресурсов в собственных интересах вразрез интересам других акционеров, что ведет к росту агентских издержек между мажоритариями и миноритариями, а также между кредиторами и крупными акционерами, не связанных общей собственностью. При этом реальная стоимость привлечения долга для такого акционера может быть снижена за счет увеличения объемов контролируемых акционером финансовых ресурсов и, соответственно, большими возможностями экспроприации ренты благодаря «частному интересу контроля». Особую актуальность этот вопрос имеет в странах с низкой защитой прав кредиторов. Согласно исследованиям С. Клаэссенса и др. [29] стоимость компаний с наличием разрыва между правами на прибыль и контроль наверняка меньше, поэтому стоимость капитала – выше. Среди исследований, которые определяют непосредственно влияние разрыва прав контроля и собственности на стоимость финансирования, следует отметить Лина Ч. и др. [30], определивших, что скрытая стоимость внешнего финансирования существенно выше для таких компаний. Способами экспроприации ренты при этом выступают: выплата высокой заработной платы, использование трансфертного ценообразования, предоставление персональных субсидированных займов, соглашения по трансферту активов. Инструментом же увеличения разрыва между двумя типами прав является, как правило, выпуск разноголосых акций (в Украине не допускается) и организация холдинговых структур или перекрестного владения акциями.

Определенным образом уменьшить как агентские издержки, так и расходы информационной асимметрии, избежать финансовых ограничений позволяет формирование внутреннего рынка капитала в рамках холдинговой структуры. Распространение таких формирований, с одной стороны, является следствием недостаточной развитости финансового рынка в стране и институционального обеспечения, а с другой, – самой причиной неэффективности рынка капитала, распределения инвестиций и подавления развития нового бизнеса. Уменьшение стоимости использования внутренних ресурсов холдинга формирует свою «за-

ниженную» минимальную норму доходности для инвестиционных проектов. Необходимо отметить, что из указанных 20-ти компаний, входящих в расчет индекса ПФТС, 90% входят в холдинговые структуры.

Со стороны системы управления субъекта хозяйствования наиболее значимым фактором стоимости финансовых ресурсов является принятие финансовых решений относительно структуры финансирования его деятельности. В результате нелинейного изменения предельных издержек финансирования из различных источников при изменении их объемов и соотношения, а также наличия положительных и отрицательных эффектов у каждого из них, влияющих на рыночную стоимость субъекта хозяйствования, структура финансирования становится важнейшим объектом управления и источником формирования финансовой устойчивости компании.

Среди наиболее значимых эффектов в сегодняшней ситуации, реализующихся в результате изменения объемов и соотношения привлекаемого капитала, следует отметить, рост издержек «высокого долга» (бремени задолженности – *debtverhang*), проявляющихся в росте издержек недостаточного или неполного инвестирования в виде упущенной выгоды от нереализации выгодных инвестиционных проектов. По свидетельству ряда ученых, на сегодняшний день в принятии финансовых решений наиболее значимыми являются не традиционные издержки долга и собственного капитала (в виде эффекта налогового щита, издержек банкротства и т. п.), а издержки упущенных возможностей. Так, 1% роста показателя левиреджа относительно долгосрочного долга сверх его безопасного уровня снижает инвестиции на 1 – 2% [31].

Как показал последний финансовый кризис, левиредж является одним из основных факторов формирования финансовых ограничений, а его низкое значение с наличием соответствующей возможности привлечения внешнего финансирования в будущем приобретает определенную ценность, увеличивающую рыночную стоимость компании. На значимости данного фактора динамики структуры капитала компаний настаивают авторы концепции финансовой гибкости – Де Анжело Х., Де Анжело Л., Вайтед Т. [32]. Признание динамической зависимости текущих принимаемых финансовых решений от решений в будущем определяет необходимость нахождения компромисса между текущими и будущими преимуществами привлечения долга с учетом влияния макроэкономического окружения.

При этом как степень финансовых ограничений, так и ценность финансовой гибкости в значительной

степени зависит от стадии делового цикла страны. Отсюда можно предположить, что динамика приоритетности привлечения внешних финансовых ресурсов будет косвенно отражать динамику их явных и неявных издержек. В целом и теория иерархии источников финансирования, и теория компромисса аргументируют процикличность привлечения заемного капитала ввиду низких издержек финансовой нестабильности, банкротства, больших возможностей использования налогового щита ввиду наличия прибылей, наличия возможностей финансирования за счет внутренних фондов, нежели выпуска акций. Вместе с тем, результаты эмпирических зарубежных исследований не позволяют сделать однозначные выводы.

Анализ динамики привлечения капитала на организованном рынке капитала в Украине свидетельствует о ее сильной процикличности. Как объемы выпуска акций, так и облигаций имели существенно падение с 2009 г. (рис. 4). При этом из общих объемов были исключены наиболее крупные выпуски ценных бумаг, существенно искажающие общее представление о существующей динамике.

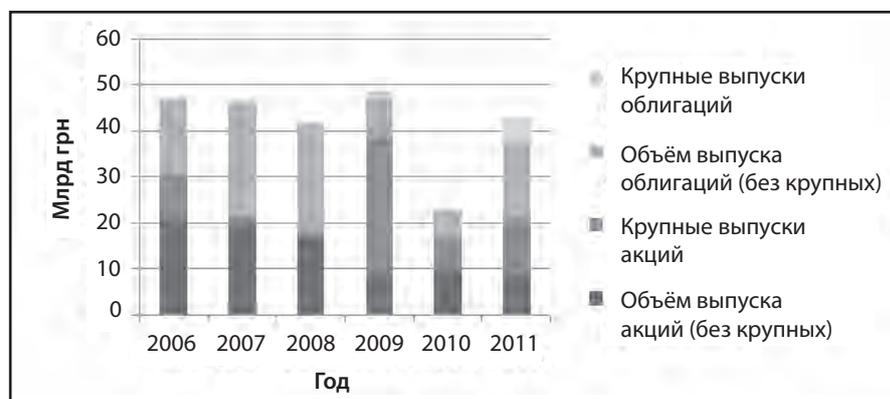


Рис. 4. Динамика привлечения капитала на фондовом рынке отечественными компаниями

Исходя из вышеизложенного можно сделать следующие **выводы**:

- ✦ специфика формируемого синтеза факторов стоимости финансирования в каждой стране соответственно определяет формирование своих превалирующих моделей принятия инвестиционных и финансовых решений;
- ✦ неблагоприятное состояние институциональных характеристик, включая слабую защиту прав инвесторов и кредиторов, недостаточный уровень финансового развития, значительные финансовые ограничения субъектов хозяйствования в Украине являются предпосылками формирования значительного разрыва между стоимостью внешнего и внутреннего финансирования, максимально проявляющегося в период кризиса и рецессии;
- ✦ состояние внутренних факторов субъектов хозяйствования в Украине в целом соответствует странам с развивающимися рынками и отражает существование предпосылок для разрыва в стоимости внутренних и внешних финансовых ресурсов;

- ✦ низкий уровень институционального обеспечения и недостаточное финансовое развитие Украины определяют формирование особой финансовой архитектуры субъектов хозяйствования, характеризующейся низкой долей долгосрочного заемного финансирования, высокой концентрацией собственности с наличием конфликта между мажоритариями и миноритариями, собственниками и кредиторами, наличием внутренних рынков капитала в холдинговых структурах с формированием «нерыночной» стоимости финансирования и соответствующей нормы доходности. Такая финансовая архитектура сложным образом влияет на стоимость внешнего финансирования, по-разному отражаясь на уровне финансовых ограничений. ■

ЛИТЕРАТУРА

1. Financial Market Frictions [Electronic resource] / R. Degennaro, C. Robotti // *Economic Review*. – 2007. – Access mode : https://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq307_degennaro.pdf
2. Funding grow thin bank-based and market-based financial systems: evidence from firm level data [Electronic resource] / Asli Demirguc-Kunt, Vojislav Maksimovic. – 2000. – Access mode : <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/>
3. The evolving importance of banks and securities markets [Електронний ресурс] / Asli Demirguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Policy Research Working Paper. – 2011. – Access mode : <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-5805>
4. An international comparison of capital structure and debt maturity choices [Electronic resource] / J. Fan, S. Titman, G. Twite // NBER Working Paper - 2010.16445. – Access mode: <http://ihome.cuhk.edu.hk/~b109671/doc/>
5. **Rajan R.** Financial dependence and growth / R. Rajan, L. Zingales // *American Economic Review*. – 1998. – № 88. – P. 559 – 586.
6. **Almeida, H.** The cash flow sensitivity of cash / H. Almeida, M. Campello, M. Weisbach // *Journal of Finance*. – 2004. – № 59(4). – P. 1777 – 1804.
7. **Levine R.** Bank-based or market-based financial systems: Which is better? / Ross Levine // *Journal of Financial Intermediation*. – 2002. – № 11(4). – P. 398 – 428.
8. The Impact of Financial Structure on Firms' Financial Constraints: A Cross-Country Analysis [Electronic resource] / Christopher Bauma, Dorothea Schaferb, Oleksandr Talaverac. – 2009. – Access mode : <http://fmwww.bc.edu/ec-p/wp690.pdf>
9. Financing of Firms in Developing Countries: Lessons from Research [Electronic resource] / Meghana Ayyagari, Asli Demirguc-Kunt, Vojislav Maksimovic. – 2012. – Access mode: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2039204
10. The Financial Development Report [Electronic resource] // World Economic Forum, 2010. – 420 p. – Access mode : http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2010.pdf
11. Debt Structure, Agency Costs and Firm's Size: An Empirical Investigation [Electronic resource] / M. Ameziane Lasfer. – 1999. – Access mode : <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.15.2011&rep=rep1&type=pdf>
12. Are Finance Constraints Hindering the Growth of SME's in Europe? [Electronic resource] / R. Wagenvoort // *European Investment Bank Paper*. – 2003. – Access mode : http://ideas.repec.org/p/ris/eibpap/2003_007.html
13. **Oliveira B.** Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis / B. Oliveira, A. Fortunato // *Small Business Economics*. – 2006. – № 27. – P. 139 – 156.
14. **Hutchinson J.** Comparing the Impact of Credit Constraints on the Growth of SME's in a Transition Country with an Established Market Economy / J. Hutchinson, A. Xavier // *Small Business Economics*. – 2006. – № 27. – P. 169 – 179.
15. **Fagiolo G.** Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry / G. Fagiolo, A. Luzzi // *Industrial and Corporate Change*. – 2006. – № 15. – P. 1 – 39.
16. **Harris M.** The Theory of Capital Structure / Milton Harris, Artur Raviv // *The Journal of Finance*. – 1991. – Vol. 46. – P. 297 – 355.
17. On the debt capacity of growth options [Electronic resource] / M. Barclay, E. Morellec, C. Smith. – 2003. – Access mode : <ftp://carnegie-rochester.rochester.edu/fac/MORELLEC/leverage.pdf>
18. **Frank M.** Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? / Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal // *Financial Management*. – 2009. – Vol. 38. – P. 1 – 37.
19. **Tarun K.** Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups / Khanna Tarun, Krishna G. Palepu // *Journal of Finance*. – 2000. – № 55(2). – P. 867 – 891.
20. **La Porta R.** Law and Finance/ La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny // *Journal of Political Economy*. – 1998. – P. 1113 – 1155.
21. Financing of Firms in Developing Countries: Lessons from Research [Electronic resource] / Meghana Ayyagari, Asli Demirguc-Kunt, Vojislav Maksimovic. – 2012. – Access mode : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2039204
22. **Ружанская Л. С.** Концентрация собственности и формирование основных типов контроля в российских компаниях / Л. С. Ружанская // *Корпоративные финансы*. – 2008. – № 1(5). – С. 5 – 11.
23. **Долгопятова Т. Г.** Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов / Т. Г. Долгопятова // *Российский журнал менеджмента*. – 2004. – Т. 2, № 2. – С. 3 – 26.
24. **Кузнецов П. В.** Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России (анализ «голубых фишек» фондового рынка) / П. В. Кузнецов, А. А. Муравьев // *Экономический журнал Высшей школы экономики*. – 2000. – Т. 4, № 4. – С. 475 – 504.
25. **Масленникова М. А.** Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний / М. А. Масленникова, А. Н. Степанова // *Корпоративные финансы*. – 2010. – № 3(15). – С. 35 – 46.
26. **Бичкова Н. В.** Структура власності національних корпорацій та її вплив на ефективність фінансово-господарської діяльності / Н. В. Бичкова // *Вісник ОНУ. Серія: Економіка*. – 2010. – Вип. 20. – Т. 15. – С. 5 – 15.
27. Corporate governance in Ukraine: the role of ownership structures [Electronic resource] / Alexander Kostyuk, Victoria Koverga // *Corporate Ownership and Control journal*. – 2007. – Режим доступу : http://www.virtusinterpress.org/additional_files/
28. Корпоративное управление. Кому зеленый свет? [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://rs.concorde.ua/files/Image/Corporate_Governance_October_2011_Special_Report_RUSSIAN.pdf

29. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings / Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, Larry H. P. Lang // *The Journal of Finance*. – 2002. – № 6. – P. 2741 – 2770.

30. Lin C. Ownership Structure and Financial Constraints: Evidence from a Structural Estimation / Chen Lin, Yue Ma, Yuhai Xuan // *Journal of Financial Economics*. – 2011. – № 102. – P. 416 – 431.

31. Hennessy C. How Costly is External Financing? Evidence from a Structural Estimation / Christopher Hennessy, Toni Whited // *Journal of Finance*. – 2007. – № 62 (08). – P. 1705 – 1745.

32. De Angelo H. Capital structure dynamics and transitory debt/ H. De Angelo, L. DeAngelo, T. Whited // *Journal of Financial Economics*. – 2011. – № 99. – P. 235 – 261.

REFERENCES

Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M. "The cash flow sensitivity of cash". *Journal of Finance*, no. 59(4) (2004): 1777-1804.

Ayyagari, M., Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V. "Financing of Firms in Developing Countries: Lessons from Research". http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2039204

Ameziane Lasfer, M. "Debt Structure, Agency Costs and Firm's Size: An Empirical Investigation". <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.15.2011&rep=rep1&type=pdf>

Ayyagari, M., Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V. "Financing of Firms in Developing Countries: Lessons from Research". http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2039204

Bauma, Ch., Schaferb, D., and Talaverac, O. "The Impact of Financial Structure on Firms' Financial Constraints: A Cross-Country Analysis". <http://fmwww.bc.edu/ec-p/wp690.pdf>

Barclay, M., Morellec, E., and Smith, C. "On the debt capacity of growth options". <ftp://carnegie-rochester.rochester.edu/fac/MORELLEC/leverage.pdf>.

Bychkova, N. V. "Struktura vlasnosti natsionalnykh korporatsii ta ii vplyv na efektyvnist finansovo-hospodarskoi diialnosti" [The ownership structure of national corporations and their impact on the effectiveness of financial and economic activity]. *Visnyk ONU*, vol. 15, no. 20 (2010): 5-15.

Claessens, S., Djankov, S., and H. Fan, J. P. "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings". *The Journal of Finance*, no. 6 (2002): 2741-2770.

Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V. "Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm level data". <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/>

Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., and Levine, R. "The evolving importance of banks and securities markets". <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-5805>

Degennaro, R., and Robotti, C. "Financial Market Frictions". https://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq307_degennaro.pdf

Dolgopiatova, T. G. "Sobstvennost i korporativnyy kontrol v rossiyskikh kompaniyakh v usloviakh aktivizatsii integratsionnykh protsessov" [Ownership and corporate control in Russian companies in enhancing the integration process]. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta*, vol. 2, no. 2 (2004): 3-26.

De Angelo, H., DeAngelo, L., and Whited, T. "Capital structure dynamics and transitory debt". *Journal of Financial Economics*, no. 99 (2011): 235-261.

Fagiolo, G., and Luzzi, A. "Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from

the Italian manufacturing industry". *Industrial and Corporate Change*, no. 15 (2006): 1-39.

Fan, J., Titman, S., and Twite, G. "An international comparison of capital structure and debt maturity choices". <http://ihome.cuhk.edu.hk/~b109671/doc/>

Harris, M., and Raviv, A. "The Theory of Capital Structure". *The Journal of Finance*, vol. 46 (1991): 297-355.

Hutchinson, J., and Xavier, A. "Comparing the Impact of Credit Constraints on the Growth of SME's in a Transition Country with an Established Market Economy". *Small Business Economics*, no. 27 (2006): 169-179.

Hennessy, C., and Whited, T. "How Costly is External Financing? Evidence from a Structural Estimation". *Journal of Finance*, no. 62(08) (2007): 1705-1745.

Kuznetsov, P. V., and Muravev, A. A. "Struktura aktsionernogo kapitala i rezultaty deiatelnosti firm v Rossii (analiz «golubykh fishkek» fondovogo rynka)" [Share capital structure and firm performance in Russia (analysis of "blue chip" stock market)]. *Ekonomicheskii zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki*, vol. 4, no. 4 (2000): 475-504.

Kostyuk, A., and Koverga, V. "Corporate governance in Ukraine: the role of ownership structures". http://www.virtusinterpress.org/additional_files/

"Korporativnoe upravlenie. Komu zelenyy svet?" [Corporate governance. Who is the green light?]. http://rs.concorde.ua/files/Image/Corporate_Governance_October_2011_Special_Report_RUSSIAN.pdf

Levine, R. "Bank-based or market-based financial systems: Which is better?". *Journal of Financial Intermediation*, no. 11(4) (2002): 398-428.

La, Porta R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. "Law and Finance". *Journal of Political Economy* (1998): 1113-1155.

Lin, Ch., Ma, Y., and Xuan, Y. "Ownership Structure and Financial Constraints: Evidence from a Structural Estimation". *Journal of Financial Economics*, no. 102 (2011): 416-431.

Maslennikova, M. A., and Stepanova, A. N. "Vliianie struktury sobstvennosti na effektivnost deiatelnosti na primere rossiyskikh i brazilsikh kompaniy" [The influence of ownership structure on the effectiveness of the example of Russian and Brazilian companies]. *Korporativnye finansy*, no. 3(15) (2010): 35-46.

Murray, Z. Frank, and Vidhan, K. Goyal "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?". *Financial Management*, vol. 38 (2009): 1-37.

Oliveira, B., and Fortunato, A. "Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis". *Small Business Economics*, no. 27 (2006): 139-156.

Rajan, R., and Zingales, L. "Financial dependence and growth". *American Economic Review*, no. 88 (1998): 559-586.

Ruzhanskaia, L. S. "Kontsentratsiia sobstvennosti i formirovanie osnovnykh tipov kontrolya v rossiyskikh kompaniyakh" [Concentration of ownership and the formation of the main types of control in Russian companies]. *Korporativnye finansy*, no. 1(5) (2008): 5-11.

Tarun, K., and Krishna, G. Palepu "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups". *Journal of Finance*, no. 55(2) (2000): 867-891.

"The Financial Development Report". http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2010.pdf

Wagenvoort, R. "Are Finance Constraints Hindering the Growth of SME's in Europe?". http://ideas.repec.org/p/ris/eibpap/2003_007.html