

## Повышение конкурентоспособности крупных предприятий через экономию капитальных затрат

2008 Карпов А.Л.

кандидат экономических наук

Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского

Рассматривается одно из наиболее важных конкурентных преимуществ крупной корпорации, которым является возможность относительно легко увеличить размер своего капитала путем заимствования. С увеличением размеров и стоимости капитала компании через привлечение займов и выпуск обыкновенных акций и облигаций обычно возникает эффект экономии капитальных затрат. При этом небольшая экономия дополнительных капитальных издержек распространяется на очень большой объем средств и приводит к общему снижению накладных расходов.

Концентрация производства связана с сосредоточением производства на все более крупных предприятиях, увеличением бизнеса компании за счет объединения мелких капиталов в один более крупный капитал.

Рост объема выпуска и продаж продукции, увеличение численности работников, рост объема основных фондов, рост удельного веса крупных предприятий в объеме производства отдельных отраслей возникает не спонтанно. Основным фактором, способствующим усилению концентрации производства, является ряд конкурентных преимуществ, которые позволяют обеспечить максимальную экономическую эффективность крупного бизнеса по сравнению с мелким в конкретных условиях.

Одним из наиболее важных преимуществ крупной корпорации является возможность относительно легко увеличить размер своего капитала путем заимствования. С увеличением размеров и стоимости капитала компании через привлечение займов и выпуск обыкновенных акций и облигаций обычно возникает эффект экономии капитальных затрат.

При этом небольшая экономия дополнительных капитальных издержек распространяется на очень большой объем средств и приводит к общему снижению накладных расходов.

### *Снижение стоимости капитала*

Экономия капитальных затрат может происходить в нескольких формах.

Первая форма экономии - это уменьшение средних процентных ставок для крупных компаний по кредитным продуктам. Банки и кредитные организации предоставляют займы под более низкие проценты, так как они заинтересованы в размещении больших по размеру средств.

В российской банковской системе до середины 2008 г.<sup>1</sup> диапазон изменения процентных ставок по

кредитным продуктам для предприятий разного размера составлял около 15 процентных пунктов. Для крупных компаний кредиты предоставлялись под 10-12 процентов, в то время как малый бизнес получал банковский кредит под 20-25 процентов годовых.

Такой выигрыш в несколько процентных пунктов может показаться относительно небольшим, но при значительных объемах привлеченных средств - это могут быть довольно существенные суммы.

Вторая форма экономии связана с уменьшением средних процентных ставок привлечения финансовых ресурсов по эмитированным ценным бумагам. Естественно, что основными инструментами привлечения средств на рынке ценных бумаг являются акции - обыкновенные и привилегированные - и облигации.

В промышленно-развитых странах около 60% средств предприятия привлекают на фондовом рынке размещением акций и корпоративных облигаций; оставшиеся 40% - за счет заемных и бюджетных средств.<sup>2</sup>

Однако если говорить конкретно о российском рынке, то здесь доля средств, привлекаемых через фондовый рынок, занимает куда более скромное место, и основным и практически единственным инструментом фактического привлечения средств из внешних источников можно считать облигационные займы.

На российском рынке ценных бумаг до настоящего времени сохраняется ситуация, когда акции не имеют свободного и широкого обращения, так как приобретение акций чаще всего имеет целью не просто получение доходности, а приобретение контроля над соответствующей компанией.

60-70% акционерных капиталов уже сконцентрированы в контрольных пакетах, и практически все эмиссии акций носят технический

<sup>1</sup> Здесь, естественно, сравниваются ставки по кредитам в докризисный период. В настоящее время кредитование существенно сократилось, и процентные ставки устанавливаются с учетом возросшего экономического риска зачастую на уровне неприемлемом для предприятий. Сравнить текущий уровень

ставок по кредитным продуктам бессмысленно с точки зрения рассматриваемого объекта. Поэтому мы и рассматриваем период до середины 2008 г.

<sup>2</sup> Стасюк К.В. Повышение ликвидности как элемент стратегии эмитента // ЭКО. 1998. № 2. с. 64

характер и связаны лишь с переоценкой активов<sup>3</sup>, либо проводятся под конкретного стратегического инвестора

Например, по данным экспертов ОАО «Альфа-Банк», на конец мая 2003г. менеджмент контролировал 31,5% акций, близкие к менеджменту аффилированные лица - 14,3%, у стратегических инвесторов было сконцентрировано 11,6%, у государства - 13,6%, а в свободном обращении оставалось только 27,7% акций. Для восьми крупнейших корпораций РФ доля акций в свободном обращении в среднем не превышает 12%.<sup>4</sup>

В таких условиях эмиссия и обращение ценных бумаг с фиксированной доходностью, то есть облигаций, является более предпочтительным по сравнению с акциями. В этом случае облигационные займы ассоциируются с меньшими рисками, как для эмитентов, так и для инвесторов.

Как следствие, реальное привлечение свободных средств на российском рынке ценных бумаг осуществляется в основном с использованием облигационных займов. При этом ценные бумаги крупных компаний можно разместить под меньшие процентные ставки по сравнению с заемными бумагами мелких компаний. Причины этого будут подробно рассмотрены нами ниже.

Кроме затрат по обслуживанию долга, основную часть которых составляют процентные выплаты, следует отметить другие важные издержки, возникающие в ходе обращения долговых ценных бумаг. К ним можно отнести, прежде всего, риск финансовых потерь, который возникает в случае ошибок эмитента при выборе схемы финансирования, а также при неблагоприятном изменении конъюнктуры финансовых рынков в условиях нестабильности.

Такой риск во многом зависит от качества процесса подготовки эмиссии ценных бумаг и, как следствие, от затрат компании на этом этапе привлечения финансовых средств. Естественно, крупные компании могут позволить большие суммы на эти цели и риск финансовых потерь существенно снижается.

Третья форма экономии - это снижение транзакционных издержек по выпуску и размещению долговых ценных бумаг.

К таким транзакционным издержкам можно отнести:

1) значительные единовременные расходы на стадии подготовки облигационного займа и регистрации проспекта эмиссии,

2) необходимость соблюдения требований к обеспечению облигационного займа в виде залога имущества корпорации, гарантий третьих лиц, предоставленных для целей займа,

3) необходимость уплаты налога,

4) необходимость соблюдения ряда законодательных ограничений по выпуску облигаций (к примеру, ограничение максимального объема выпуска облигаций автоматически вынуждает фирму распределять затраты по выпуску на определенный объем привлеченных средств),

5) осуществление затрат по привлечению инвесторов на этапе первичного размещения облигаций (например, организация рекламной компании в деловых СМИ).

Фирмы небольшого размера несут большие транзакционные издержки на единицу привлеченных средств по сравнению с крупными корпорациями, так как они обычно выпускают небольшие количества новых ценных бумаг и привлекают незначительные по своим масштабам средства. В составе этих затрат значительную долю занимают условно-постоянные издержки, которые существенно не меняются при росте объемов привлечения.

Кроме того, ценные бумаги небольших компаний-эмитентов обычно пользуются меньшей популярностью у инвесторов. Как следствие, это требует больших расходов на убеждение частных инвесторов.

Размеры транзакционных издержек российских компаний сложно достоверно и в полном объеме оценить по внешним источникам информации компаний. Однако можно предположить, что их размер может достигать до половины стоимости продаваемых ценных бумаг, и отношение размера транзакционных издержек к сумме привлеченных компанией средств снижается по мере увеличения объемов эмиссии и размера капитала компании-эмитента. Тот факт, что динамика транзакционных издержек имеет обратную зависимость к объемам привлекаемых средств, косвенно подтверждается тем, что небольшие предприятия в последние годы практически перестали привлекать финансовые ресурсы на фондовом рынке.

#### ***Причины разницы в процентных ставках на рынке ценных бумаг***

Основные причины разницы в процентных ставках на рынке ценных бумаг отличны от причин в банковском секторе. Как уже было отмечено ранее, банки заинтересованы в размещении крупных кредитных ресурсов. Чтобы заинтересовать их в размещении средств мелкими суммами необходимо увеличивать банковскую маржу.

<sup>3</sup> Миркин Я. «Карточный домик» // Рынок ценных бумаг. 2000. № 4. с. 22-23

<sup>4</sup> Столяров А.И. Российский финансовый рынок: современное состояние и перспективы развития // Финансы. 2004. № 2. с. 12

На рынке ценных бумаг частные инвесторы могут обладать разными по величине средствами, но большинство из них не сопоставимы с капиталами, аккумулируемыми банками. По этой причине на первый план выходят другие мотивы, стимулирующие разрыв в процентных ставках на бумаги разных эмитентов.

Инвесторы требуют более высокого дохода на ценные бумаги небольших компаний по сравнению с крупными корпорациями по нескольким причинам. Наиболее важными причинами, по нашему мнению, являются:

- 1) стабильность доходов и прибылей крупных компаний;
- 2) асимметрия информации на рынке ценных бумаг и влияние на нее со стороны инфраструктуры рынка;
- 3) психология частного инвестора.

Разберем каждую из этих причин в отдельности.

*Стабильность доходов и прибылей.* Диапазон изменения уровня доходности крупных корпораций меньше, чем у небольших компаний. Большая стабильность доходов крупных корпораций имеет, по крайней мере, несколько возможных объяснений.

Во-первых, крупные корпорации обычно имеют много предприятий и бизнесов, то есть более диверсифицированы: чем больше число рынков со случайно взаимосвязанными колебаниями спроса и издержек, которые обслуживает компания, тем в большей степени будет распределен риск и тем меньше будет отклонение прибыли, выраженное в процентах от средней или ожидаемой прибыли.

Во-вторых, крупные корпорации обладают большей монопольной властью, чем компании меньшего размера. Следствием этого является возможность проводить самостоятельную политику ценообразования, которая снижает влияние конъюнктурных колебаний и дополнительно стабилизирует доходность бизнеса компании.

В-третьих, возможность распределять риск форс-мажорных обстоятельств возрастает с увеличением размера компании. Последствия местной забастовки, большого пожара или взрыва оказываются менее разрушительными для компании с большим числом бизнесов, чем для компании, ориентированной на один бизнес.

В-четвертых, крупные корпорации обычно сглаживают величину и колебания своих объявленных доходов посредством разнообразных бухгалтерских манипуляций. Это бухгалтерское регулирование прибылей направлено, прежде всего, на две цели - это снижение налоговых платежей и поддержание привлекательности для инвесторов. Стабильность доходов позволяет большим компаниям выглядеть более предсказуемыми и,

следовательно, привлекательными перед своими инвесторами и акционерами.

Наконец, можно упомянуть еще один эффект, который стабилизирует доходы крупных компаний. Благодаря доступу к капиталу на наилучших условиях крупные фирмы могут быть более стабильными в периоды необычно сильной конкуренции. Это преимущество включает в себя способность смягчать спады деловой активности и финансировать недобросовестные методы конкурентной борьбы, такие, как ценовые войны и продолжительные судебные разбирательства. Этот эффект имеет сходство с мультипликационным эффектом в рамках национальной экономики: усиление концентрации подстегивает и создает дополнительные стимулы для дальнейшего увеличения размеров компаний и рост удельного веса крупных предприятий в объеме производства конкретных отраслей.

*Асимметрия информации и инфраструктура рынка:* не только объективная информация о работе фирм разного размера может быть причиной недоверия со стороны инвесторов. Этому недоверию может способствовать неправильное распространение информации на фондовом рынке.

Аналитики рынка ценных бумаг обычно уделяют больше внимания получению и исследованию информации о ценных бумагах более крупных компаний. С точки зрения аналитиков - это, во-первых, менее трудоемко, во-вторых, рыночные аналитики в основном являются представителями крупных игроков фондового рынка, поэтому мелкие вложения могут оставлять без должного внимания.

Следовательно, отдельному частному инвестору, который не имеет много времени на поиск и систематизацию данных о рынке, практически невозможно найти информацию по небольшой компании или эмиссии ценных бумаг в объеме достаточном для принятия обоснованного решения.

Частные инвесторы обычно не выходят в качестве самостоятельных игроков на фондовый рынок. Традиционно они используют два способа вложений - это покупка пая в ПИФ или передача инвестируемых средств в доверительное управление.

Если объем инвестируемых средств невелик, то выбирается первый способ вложений. Частный инвестор выбирает инвестиционный фонд в соответствии с собственными предпочтениями в отношении риска, доходности и оценок, но он не контролирует процесс размещения средств.

Если объем средств отдельного частного инвестора значителен, то он может не распределять их между ПИФами, а полностью передать управляющей компании и оказывать влияние на процесс размещения. Но и в этом случае размещение средств регулируется

институциональными инвесторами. Общий вывод здесь таков, что на российском фондовом рынке частный инвестор практически не управляет процессом размещения собственных средств.

В процессе обращения корпоративных ценных бумаг на рынке приоритетное внимание уделяется вопросам оценки их качества и надежности. Единообразная классификация ценных бумаг с точки зрения их инвестиционных качеств выражается в форме рейтингов. Рейтинги, с одной стороны, представляют субъективные суждения экспертов и аналитиков рынка. С другой стороны, инвестиционные рейтинги - это важнейший источник информации для оценок относительно качества фондовых инструментов различных инвесторов, так как систематизация разрозненных рыночных данных создает основу для сравнений.

Однако большинство индексных рейтингов включают некоторое ограниченное количество компаний и выпусков ценных бумаг. Наибольшее внимание при этом уделяется крупным эмитентам, что в неявной форме дискриминирует ценные бумаги небольших компаний.

Естественно на фондовом рынке как и на любом другом существуют определенные административные барьеры и характерной их особенностью является то. Что они также меняют баланс на фондовом рынке в пользу крупных эмитентов. Например, существуют определенные законодательные ограничения на размещение средств для пенсионных фондов. Например, п.7 «Правил размещения пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением», утвержденные Постановлением Правительства РФ N 1432 от 23 декабря 1999 г., устанавливает, что объем пенсионных резервов фонда, размещаемых в ценные бумаги, не имеющие признаваемой котировки, не должен превышать 20 процентов всех пенсионных резервов фонда. А так как признаваемые котировки имеют, прежде всего, ценные бумаги крупных эмитентов, то, следовательно, государство целенаправленно ориентирует крупных инвесторов вкладывать средства в фондовые инструменты крупных компаний.

Вышеперечисленные искажения на российском фондовом рынке приводят к тому рынок ценных бумаг небольших компаний практически не развивается. При этом возникает большая разница в ценах спроса и предложения на эти ценные бумаги. В настоящее время в российской экономике 98% всех сделок на организованном рынке акций осуществляется с бумагами 10 крупнейших эмитентов. На остальные бумаги, а это около 250

акций, торгуемых на ведущих биржах, приходится менее 2% оборота.<sup>5</sup>

*Психология инвесторов.* Считается, что традиционные инвесторы преимущественно не склонны к риску. Следовательно, значительные колебания доходов и прибыли компании, даже если абсолютный размер этих доходов велик, оказывают влияние и на стоимость привлекаемых фирмой ресурсов.

Традиционный инвестор будет инвестировать капитал по более низкой ставке процента или при меньших ожидаемых дивидендах, если он ожидает, что объем прибыли или поступление денежных средств, будут стабильными.

Полезность инвесторов убывает с ростом колебания доходов во времени, так как по ходу этих изменений многократно не реализуются надежды инвестора. Кроме того, если объем прибыли или поступления денежных средств очень сильно колеблются, то существует риск, что несколько особенно плохих финансовых периодов для компании приведут ее к банкротству, после чего процентные платежи по обслуживанию долга станут невозможными.

Кроме этого поведенческого стереотипа традиционного инвестора можно указать на еще одну важную причину недоверия инвесторов конкретно на российском рынке ценных бумаг. В традиционном понимании небольшой инвестор, вкладывающий свои средства в акции, принимает на себя риск различных отрицательных конъюнктурных изменений, которые не позволят получить ожидаемый уровень дохода. Но при этом вложение в акции дает возможность получить существенно большую доходность по сравнению с нормальной по экономике в случае правильно предсказанной благоприятной конъюнктуры. На традиционном российском предприятии весь дополнительный доход механически будет перераспределен в пользу основных акционеров, и миноритарный акционер никак не сможет повлиять на этот процесс перераспределения.

Миноритарные акционеры российских предприятий практически не участвуют в управлении и даже не получают доходов. Это происходит потому, что основные акционеры, прежде всего, регулируют финансовые и товарно-материальные потоки на предприятии, с помощью которых выводят все свободные денежные потоки и прибыль.

<sup>5</sup> Кузнецов О., Гейнц Д. Фондовый рынок: инвестиции и экономический рост // Биржевое обозрение. 2004. № 8. с. 39

Прибыль на предприятии, на основе которого строится бизнес, либо не возникает, либо формируется только в размере, который основные акционеры считают приемлемым с точки зрения выплат прочим акционерам и налоговым органам. Естественно, что при таком устойчивом раскладе взаимоотношений между мажоритарными и миноритарными акционерами акции, как средство инвестирования, становятся еще более рискованным инструментом, чем в обычном понимании.

Однако можно отметить, что крупные российские предприятия в большей мере соблюдают права миноритарных акционеров. Они вынуждены это делать для сохранения благоприятного имиджа в глазах сторонних инвесторов, особенно иностранных. И этот факт ставит крупные предприятия в еще более преимущественное положение при поиске инвестиций.

Таким образом, крупные корпорации обычно предлагают большее разнообразие товаров и услуг на большем количестве самостоятельных региональных рынков. Это повышает устойчивость крупных компаний при потере крупного заказчика на одном сегменте рынка, в региональных ценовых войнах, при изменениях валютного курса или других конъюнктурных колебаниях. Соответственно уверенность инвесторов и кредитных организаций в эффективности вложений в крупные предприятия существенно выше.

Кроме того, инфраструктура рынка ценных бумаг искажает рыночные сигналы и предпочтения в пользу крупных эмитентов по сравнению с мелкими. И чтобы преодолеть недоверие инвесторов небольшие компании вынуждены платить определенные премии при размещении своих ценных бумаг.