



## ЗАДОРЖНАЯ Анна Николаевна

Кандидат экономических наук, доцент  
кафедры финансов, кредита, бухгалтерского учета и аудита

Омский государственный университет путей сообщения  
644042, РФ, г. Омск, пр. Карла Маркса, 35  
Контактный телефон: (913) 974-82-60  
e-mail: anna\_zador@mail.ru

### Исследование роли корпоративного управления в повышении инвестиционной привлекательности и кредитного рейтинга российских компаний

**Ключевые слова:** корпоративные облигации; корпоративная задолженность; структура собственности; механизмы перераспределения собственности; корпоративное управление; финансовые контракты, ковенанты.

Несмотря на финансовый кризис, интерес к долговому финансированию со стороны российских компаний продолжает расти. В статье рассматриваются аспекты, учитываемые при определении структуры собственности компании. Анализируется состояние российского рынка корпоративных облигаций. Характеризуются финансовые ковенанты как инструмент контроля над деятельностью компаний со стороны кредиторов.

Принимая за основу идею Р. Коуза о том, что фирма представляет собой сеть контрактов между собственниками факторов производства, ориентированную на минимизацию трансакционных издержек взаимодействия между экономическими субъектами, а также доказанную А. Алчианом и Г. Демсецем необходимость мониторинга поведения каждого индивидуального собственника с целью предотвращения оппортунистического поведения, можно утверждать, что распределение прав собственности определяет структуру капитала организации. Соответственно компания должна учитывать возможные конфликты интересов при формировании и практической реализации финансовой политики с целью повышения ее рыночной стоимости.

Согласно классической работе М. Дженсена и У. Меклинга «Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности» [1], предлагающей концепцию агентских отношений, решения, касающиеся структуры собственности, включают в себя три аспекта.

*Первый аспект* заключается в определении части требований к денежным потокам компании, которые могут быть проданы внешним участникам. Критерием оптимального распределения между внутренней и внешней собственностью является минимизация агентских издержек путем разграничения прав собственности и контроля. Агентская теория основана на информационной асимметрии. Предполагается, что инсайдеры лучше информированы о перспективах развития, рисках, стоимости компании, чем внешние инвесторы [2]. Информационная асимметрия и неполнота контрактов может привести к тому, что инвестиционные проекты с положительным значением NPV не будут приняты, если это потребует новых заимствований и существенная часть стоимости перейдет новым кредиторам.

*Второй аспект* решений о структуре собственности заключается в определении пропорции между требованиями с фиксированным доходом (облигации) и остаточными требованиями (акции), которые будут проданы внешним инвесторам. При

определенных обстоятельствах, особенно когда компания испытывает финансовые затруднения, менеджеры имеют возможности и могут быть заинтересованы в том, чтобы увеличить благосостояние акционеров компании за счет кредиторов. Наиболее распространенными механизмами такого перераспределения стоимости могут стать:

1) ликвидация активов компании и распределение полученных доходов между акционерами в форме дивидендных выплат, выкупа акций по более высокой цене, кредитов связанным сторонам;

2) уменьшение требований (*claim dilution*). Компания может выпустить приоритетные долговые обязательства. В случае дефолта новые облигации получают преимущество при ликвидации компании. Стоимость ранее выпущенных облигаций будет падать [3];

3) осуществление более рискованной инвестиционной политики (*overinvestment processes*). Компания, выпускающая долговые обязательства, по сути, продает часть активов кредиторам. Другими словами, собственный капитал представляет собой не что иное, как опцион колл, ценой исполнения которого являются обещанные кредиторам платежи (сумма основного долга и процентные платежи). Увеличение показателя дисперсии стоимости компании при остальных неизменных параметрах приведет к увеличению стоимости акционерного капитала. Соответственно, менеджмент может быть заинтересован в осуществлении инвестиционных проектов с высоким уровнем риска и высокой ожидаемой доходностью, даже если проекты имеют отрицательное значение NPV. Это связано с тем, что в случае успеха сверхвысокие прибыли получают акционеры, а кредиторам будут выплачены фиксированные процентные платежи, а в случае неудачи кредиторы могут не получить или получить не в полном объеме причитающиеся им средства. Таким образом, выбор компанией более рискованной инвестиционной политики может означать перераспределение стоимости от кредиторов к акционерам;

4) недостаток инвестиций (*underinvestment problem*). Увеличение обязательств может стать препятствием для реализации рентабельных инвестиционных проектов, в случае если большая часть доходов будет направлена кредиторам, а не акционерам, чьи права требования младше по сравнению с долговыми обязательствами. Разновидностью проблемы недостаточного инвестирования является и выбор срока погашения долговых обязательств. Согласно гипотезе, высказанной С. Майерсом в работе «Детерминанты корпоративных заимствований» [4], существует определенное соотношение между сроками долговых обязательств и инвестиционной политикой организации. Так, компании, имеющие долгосрочные перспективы роста, в меньшей степени предпочитают долгосрочные обязательства, поскольку при наличии таких перспектив акционеры будут вынуждены существенную часть доходов, получаемых от деятельности компании, передавать кредиторам. Ряд практических исследований [5; 6] подтверждает данную гипотезу: компании с лучшими перспективами развития привлекают больше краткосрочных обязательств, и наоборот, компании с ограниченными возможностями роста осуществляют привлечение средств путем долгосрочного кредитования.

*Третий аспект*, учитываемый при формировании структуры капитала компании, заключается в проектировании конкретных инструментов долгового финансирования. Существует целый спектр долговых финансовых инструментов, которые может использовать компания. Параметры, которые должны быть определены в рамках данного решения, могут включать в себя: срок погашения, структуру погашения, возможность досрочного погашения или выкупа эмитентом, величину и форму выплаты дохода, наличие или отсутствие обеспечения, конвертацию, а также ковенанты, защищающие интересы инвесторов.

Анализируя статистические данные, можно отметить, что интерес к долговому финансированию операционной и инвестиционной деятельности со стороны российских компаний, несмотря на пережитый кризис, неуклонно растет.

В 2011 г. на внутреннем рынке корпоративных облигаций наблюдалась высокая эмиссионная активность: российские компании разместили облигации объемом 1 058 млрд р., что на 23,9% выше аналогичного показателя 2010 г.; по данным *rusbonds*, было размещено 273 выпуска 200 эмитентами, для сравнения в 2010 г. – 212 выпусков 122 эмитентами. Наибольшее количество размещений облигаций в 2011 г. приходится на объем эмиссии свыше 5 млрд р.: 42% от общего количества и 78% от общего объема. Данная тенденция прослеживалась и в 2012 г. – зарегистрировано 262 выпуска объемом 1 105,03 млрд р. Вместе с тем необходимо отметить, что общее количество эмитентов корпоративных облигаций имеет тенденцию к сокращению. Если пиком являлся показатель 2008 г. – 513 эмитентов, то к началу 2013 г. их число сократилось до 345. Сокращение количества эмитентов происходит за счет погашения выпущенных ими ранее облигаций либо дефолтов по ним.

В 2012 г. произошло 24 дефолта (включая 2 технических дефолта), что на 66% ниже показателя предыдущего года (табл. 1). Если в 2009 г. на российском рынке облигаций невыполненные обязательства составили 148,7 млрд р., то уже по итогам 2010 г. подобный показатель сократился на 54% и составил 68,3 млрд р. Наибольшие проблемы с исполнением обязательств имели компании сферы торговли, пищевой промышленности, аграрного сектора и строительства.

Таблица 1

**Количество дефолтов и технических дефолтов  
на рынке корпоративных облигаций**

Период	Дефолт			Технический дефолт			Итого
	Купонная выплата	Оферта	Погашение номинала	Купонная выплата	Оферта	Погашение номинала	
2000–2005	3	2	2	1			8
2006–2008	28	23	7	15	4	5	82
2009	191	63	50	19	9	1	333
2010	125	21	36	9	1	3	195
2011	42	8	16	2	2		70
2012	17		5	1		1	24

*Примечание.* По данным *rusbonds.ru*.

Объем кредитов, предоставленных банковским сектором корпоративным клиентам, в 2012 г. увеличился, по данным Банка России, на 6,5% и составил на начало 2013 г. свыше 30 трлн р.

Одним из важнейших показателей, характеризующих качество кредитного портфеля банков, является просроченная задолженность. Начиная с июня 2010 г. уровень просроченной задолженности в корпоративном сегменте банковской отрасли снижался. По состоянию на 1 января 2013 г. просрочка составила 3% объема всей корпоративной задолженности, или 894,5 млрд р. Для сравнения: в начале 2012 г. этот показатель был на уровне 5,4%.

Помимо роста внутреннего долга, за последние несколько лет наблюдалось резкое увеличение внешней корпоративной задолженности (табл. 2). С 2006 по 2009 г. она выросла более чем в 2,8 раза – с менее чем 125 млрд дол. до 282 млрд дол. Если в 2006 г. на долю органов государственного управления и Центрального банка приходилось 31,9%, а задолженность корпоративного и банковского сектора составляла чуть более 68%, то к 2009 г. ситуация кардинально изменилась: 6,7 и 93,3% соответственно.

Для задолженности российских банков и компаний перед нерезидентами характерна высокая концентрация. Во-первых, существенная часть задолженности приходится на компании и банки с государственным участием (по оценке Банка России, более 34%

всей внешней корпоративной задолженности). Во-вторых, количество банков и компаний, имеющих возможности привлекать ресурсы на международных финансовых рынках, невелико. По данным исследования, проведенного Deutsche Bank, в 2010 г. на 12% компаний приходилось 80% внешней задолженности, в пятерку крупнейших заемщиков входили «Газпром», «Роснефть», ВТБ, РЖД, «Россельхозбанк».

Таблица 2

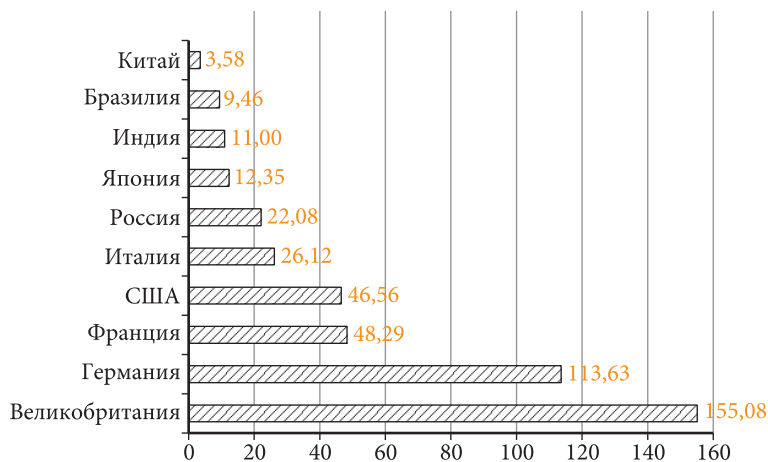
### Внешний долг Российской Федерации и международные резервы, млн дол

Дата	Внешний долг					Международные резервы
	Органы государственного управления	Органы денежно-кредитного регулирования	Банки	Прочие секторы	Всего	
01.01.2006	71 104	10 953	50 144	124 955	257 156	182 240
01.01.2007	44 720	3 928	101 161	163 368	313 177	303 732
01.01.2008	37 381	1 912	163 656	260 966	463 915	478 762
01.01.2009	29 478	2 761	166 280	282 022	480 541	426 281
01.01.2010	31 309	14 630	127 212	294 094	467 245	439 450
01.01.2011	34 525	12 035	144 225	298 155	488 940	493 835
01.01.2012	33 208	11 210	162 881	337 852	545 151	498 649
01.04.2012	36 335	11 529	169 283	348 326	565 473	513 491

Примечание. По данным cbr.ru.

Накопленные объемы внешнего долга корпоративного и банковского сектора в целом сопоставимы с объемами международных резервов.

Задолженность российских компаний перед нерезидентами составляет чуть более 20% ВВП. По данному показателю Россия является лидером среди стран БРИК, хотя существенно уступает большинству развитых стран (см. рисунок).



Соотношение внешней корпоративной задолженности и ВВП различных стран в 2011 г., %<sup>1</sup>

Оценить возможность погашения внешней корпоративной и банковской задолженности за счет собственных средств можно с помощью показателя, характеризующего отношение долга к доходам от экспорта. Его уровень в 2012 г. составил около 87%.

<sup>1</sup> Рассчитано по данным Группы Всемирного банка: World Bank. Gross External Debt Position by Sector.

При этом необходимо отметить, что темп прироста экспортных поступлений превышает темп прироста обязательств. Однако, учитывая высокую концентрацию внешней задолженности в ограниченном круге компаний, можно утверждать, что риски, связанные с внешним долгом, в большей степени являются рисками отдельных компаний или кредитных учреждений, чем макроэкономическими факторами.

Выбор в пользу того или иного финансового инструмента обусловлен не только корпоративными целями максимизации стоимости, но и привлекательностью инструмента в глазах инвестора. Высокая волатильность на финансовых рынках привела к тому, что инвесторы стали менее склонны к риску, выбирая инструменты с умеренной доходностью при низком уровне риска, отдавая предпочтение надежным эмитентам. Нестабильность на мировых финансовых рынках и ухудшение условий фондирования способствовали ужесточению требований к заемщикам и со стороны кредитных организаций. Все это позволяет говорить о необходимости совершенствования корпоративного управления с целью повышения инвестиционной привлекательности и кредитного рейтинга компании.

Оппортунистическое поведение собственников и менеджеров, представляющих их интересы, имеет место на практике, о чем свидетельствуют статистические данные и сложившаяся ситуация высокой консолидации акционерной собственности в российских компаниях. В связи с этим возникает необходимость разработки и внедрения конкретных механизмов корпоративного управления, призванных обеспечить контроль со стороны кредиторов и не допустить возможного конфликта интересов.

В рамках данной статьи ограничимся характеристикой такого важнейшего инструмента, как финансовые ковенанты – договорные обязательства заемщика кредитору, содержащие перечень определенных действий, которые заемщик обязуется выполнять или воздержаться от их выполнения на протяжении действия кредитного договора. При этом финансовые ковенанты можно разделить на пять основных групп: 1) ограничение инвестиционной политики компании; 2) ограничение политики финансирования; 3) ограничение дивидендных и иных выплат акционерам; 4) изменение структуры выплат держателям облигаций; 5) определение деятельности компании.

Однако необходимо понимать, что включение различного рода ограничений в кредитные договоры осуществляется не только в интересах кредиторов компании. Согласно гипотезе (the Costly Contracting Hypothesis), выдвинутой С. Смитом и Дж. Уорнером в работе «Анализ долговых ковенантов» [7], включение ковенантов в финансовые контракты с целью урегулирования конфликта между акционерами и кредиторами может способствовать повышению стоимости компании. Другими словами, ковенанты являются способом согласовать интересы акционеров и кредиторов, а также облегчить получение и снизить стоимость долгового финансирования.

Традиционным является суждение о том, что кредиторы играют достаточно пассивную роль в деятельности компании, во всяком случае, до момента наступления дефолта, который, как правило, связан с невозможностью осуществления платежей по обязательствам [8–10]. В своей статье Дж. Нини, Д. Смит, А. Суфи представили альтернативную точку зрения, согласно которой кредиторы оказывают влияние на управленческие решения не только в момент технического или реального дефолта, но и через использование прав контроля, связанных с ковенантами [11]. Другими словами, ковенанты используются не только для урегулирования агентского конфликта [1; 7], но и как способ передачи прав контроля от акционеров к кредиторам в случае нарушения условий ковенантов [9; 12; 13]. Согласно этой точке зрения, ковенанты можно определить как условия, в соответствии с которыми кредиторам разрешается вмешиваться в управление компанией. Передача прав контроля выполняет роль стимула для менеджмента: «хорошее» поведение менеджмента (выполнение условий, предписанных ковенантами) сохраняет контроль за ним, в случае невыполнения условий контроль утрачивается.

Ряд недавних исследований показывает, что нарушение ковенантов приводит к тому, что кредиторы начинают оказывать влияние на финансовую и инвестиционную политику корпорации. Так, например М. Бенеш и И. Пресс в 1993 г. [14], а также И. Дичев и Д. Скиннер в 2002 г. [15] определили, что нарушение финансовых ковенантов приводит к повышению процентных платежей и снижению доступности заимствований в будущем. Кроме того, нарушение ковенантов может привести к снижению уровня капитальных вложений компании [11; 16; 17]. Дж. Нини, Д. Смит и А. Суфи показали, что нарушение ковенантов связано с тем, что компании впоследствии снижают объем долгового финансирования почти на 10%, привлекая средства на более короткие сроки и под более высокий процент [17].

Таким образом, с целью повышения стоимости компании путем удешевления стоимости привлеченных средств необходимо не просто включение базового набора ковенантов в кредитные договоры, а индивидуальный их подбор с учетом специфики деятельности компаний. Кроме этого, для изучения степени влияния действий кредиторов на инвестиционную и финансовую политику компании, необходимо исследовать финансовое состояние компаний в случае нарушения финансовых ковенантов.

### Источники

1. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3.
2. Myers S., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13.
3. Warga A., Welch I. Bondholder Losses in Leveraged Buyouts // The Review of Financial Studies. 1993. No. 6.
4. Myers S. Determinants of Corporate Borrowing // Journal of Financial Economics. 1977. Vol. 5.
5. Barclay M. J., Smith C. W. The Maturity Structure of Corporate Debt // Journal of Finance. 1995. No. 50.
6. Aivazian V. A., Ge Y., Qiu J. Debt Maturity Structure and Firm Investment // Financial Management. 2005. Vol. 34. No. 4.
7. Smith C. W., Warner J. B. An Analysis of Bond Covenants // Journal of Financial Economics. 1979. Vol. 7.
8. Gale D., Hellwig M. Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem // Review of Economic Studies. 1985. No. 52.
9. Hart O. Financial Contracting. Oxford, UK : Oxford University Press, 1995.
10. Townsend R. Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification // Journal of Economic Theory. 1979. No. 20.
11. Nini G., Smith D., Sufi A. Creditor Control Rights and Firm Investment Policy // Journal of Financial Economics. 2009. No. 92.
12. Aghion P., Bolton P. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting // Review of Economic Studies. 1992. No. 59.
13. Dewatripont M., Tirole J. A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Managershareholder Congruence // Quarterly Journal of Economics. 1994. No. 109.
14. Beneish M., Press E. Costs of Technical Default // Accounting Review. 1993. No. 68.
15. Dichev I. D., Skinner D. J. Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis // Journal of Accounting Research. 2002. No. 40.
16. Chava S., Roberts M. How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants // Journal of Finance. 2008. No. 63.
17. Nini G., Smith D., Sufi A. Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value // The Review of Financial Studies. 2012. Vol. 25.