

Лекция 14 «Финансовый рынок и корпорация»

Типичное предприятие реального сектора, как правило, выступает в роли покупателя на финансовом рынке. Схема на рисунке показывает связь между предприятием и рынком, а также основные финансовые инструменты, эмитируя которые предприятие сможет приобрести на рынке необходимый капитал. На схеме не нашел отражения вторичный фондовый рынок, однако это не означает, что он не имеет значения для предприятий реальной сферы.



Рисунок. Взаимодействие предприятия с финансовым рынком

Наличие вторичного рынка обеспечивает инвесторам соблюдение их важнейшего права – проголосовать «ногами» против неэффективного менеджмента. Не имея возможности вернуть акции эмитенту и таким образом вернуть вложенные деньги, акционеры могут избавиться от ставших им неинтересными ценных бумаг только на вторичном рынке. Не будь такой возможности, вряд ли бы нашелся смельчак, готовый безвозвратно отдать свои деньги в обмен на ничем не подкрепленное обещание выплаты неопределенных дивидендов в будущем. Следовательно, ликвидный вторичный рынок – необходимое условие существования фондового рынка вообще. Именно на вторичном рынке определяется реальная стоимость капитала предприятия.

Предприятие может ощущать влияние финансового рынка, даже не выходя на него в поисках капитала. Рыночная цена капитала определяет предельное значение для уровня доходности активов, обеспечиваемого предприятием. Если вложения в активы приносят доходность, меньшую, чем цена капитала, руководство предприятия получает сигнал о недостаточной эффективности своей деятельности. Например, завод, не привлекающий дополнительного финансирования на рынке, обеспечивает доходность активов (а, следовательно, и вложенного в него собственного капитала) на уровне 5 %. Ставка рефинансирования составляет 8,25 % годовых, инфляция – 12 %, а Сбербанк предлагает вкладчикам депозит под 8 %. Очевидно, что владельцы такого завода находятся в менее выгодном положении в сравнении с инвесторами, разместившими свои деньги на депозит Сбербанка. Доход на вложения в предприятие не поспевает даже за уровнем инфляции, т.е. фактически инвестиции приносят отрицательную доходность, владельцы завода теряют вложенные в него деньги.

Нормально работающий финансовый рынок способствует расширению корпоративной формы предпринимательства, для которой характерно разделение

функций владения и управления собственностью. Количество собственников предприятия может исчисляться десятками и даже сотнями тысяч человек, у каждого из которых могут быть свои личные предпочтения и несовпадающие точки зрения на различные аспекты работы предприятия. Для того чтобы максимально удовлетворить потребности всех владельцев предприятия, команда наемных менеджеров должна иметь четкие критерии того, что «хорошо» и «плохо» для подавляющего большинства собственников. Такие критерии им предоставляет финансовый рынок: любой из инвесторов предприятия будет согласен, чтобы менеджеры продолжали вложения в реальные активы до тех пор, пока предельная доходность инвестиций не станет равной доходности вложений в финансовые активы примерно такой же степени рискованности. Этот постулат экономической теории, сформулированный в тридцатых годах XX века американским ученым Ирвингом Фишером, имеет простую финансовую интерпретацию: капитал должен инвестироваться в такие проекты, чистый приведенный доход (NPV) которых положителен.

Таким образом, для того чтобы «угодить» владельцам предприятия, менеджеры должны постоянно отыскивать наиболее высокодоходные направления инвестирования капитала, обосновывать и реализовывать соответствующие проекты. Недостаток собственных ресурсов предприятия не может являться достаточным основанием для отказа от реализации проекта, имеющего положительную NPV. Финансирование инвестиций может осуществляться за счет капитала, приобретаемого на фондовом рынке. Критерием эффективности будет являться не объем недостающих средств, а их цена, которая должна быть ниже внутренней нормы доходности (IRR) проекта. Информация о цене капитала создается финансовым рынком, т.е. именно рынок устанавливает менеджерам критерий, ориентируясь на который они всегда будут удовлетворять главную потребность всех инвесторов – стать богаче.

Рынок не только дает ориентир менеджерам, но и создает условия для эффективного контроля за их деятельностью со стороны собственников предприятия. Бухгалтерские данные о величине прибыли предприятия имеют номинальный характер, так как на ее величину оказывают значительное влияние различные учетные процедуры: способы оценки активов и распределения косвенных затрат, методы начисления амортизации и т.п. Бухгалтерская отчетность может не содержать в себе информации о планируемых проектах и сделках, судебных процессах, в которые оказалось вовлеченным предприятие, основных макроэкономических тенденциях и многих других факторах, оказывающих влияние на оценку его деятельности. Окончательную оценку эффективности работы менеджеров выносит финансовый рынок, агрегируя информацию, содержащуюся не только в финансовых отчетах, но и во всех остальных общедоступных (а порой – и конфиденциальных) источниках информации. Она находит свое отражение в рыночной цене акций предприятия. Рост цены означает увеличение реальной стоимости инвестированного в предприятие капитала, т.е. реальное увеличение богатства его собственников. Очевидно, что именно такого результата ожидают они от менеджмента:

удорожание акции хотя бы на 10 копеек означает для ее владельца значительно больше, чем шестизначные прибыли, отраженные в отчетности предприятия.

Другими словами, руководство «продает» на финансовом рынке отчетные показатели своего предприятия. Реакция рынка на одни и те же цифры, показанные разными компаниями, может быть далеко не одинаковой. Эмпирически доказано, что улучшение отчетных показателей, вызванное изменением учетной политики предприятия, не производит впечатления на инвесторов и практически не влияет на уровень рыночных цен акций этого предприятия. Увеличение дивидендных выплат на акцию оказывает значительно более существенное влияние на цены. Однако это не значит, что именно размер дивидендов является исчерпывающим показателем для рынка – в расчет принимается вся совокупность имеющейся информации о предприятии. В результате «цена» отчетной прибыли может весьма разниться для различных предприятий. В биржевой практике измерителем такой «цены» является отношение «цена/прибыль» (P/E ratio), котируемое в ежедневных листингах ценных бумаг. Например, 14 июля 1995 года показатель P/E компании «Кока-Кола» составлял 64, в то время как у одного из ее основных конкурентов – компании «Пепсико» – этот коэффициент был равен лишь 19. По-видимому, рынок более высоко оценивал перспективы «Кока-Колы», соглашаясь выплачивать 64 цента за 1 цент прибыли, отраженной в ее бухгалтерской отчетности. Любопытно, что отношение «цена/прибыль» не менее известной корпорации «Форд» составляло в тот день 32, т.е. вдвое меньше, чем у «Кока-Колы», несмотря на то, что «Форд» выплатил своим акционерам значительно более высокие дивиденды (соответственно \$1,24 и \$0,88 в расчете на 1 акцию).

Еще одним подтверждением такой неоднозначной оценки рынком финансовой отчетности предприятий является бум Internet-компаний, наблюдавшийся в 1999 и первой половине 2000 года. Цены акций этих предприятий (котирувавшихся в NASDAQ) непрерывно росли, несмотря на то, что они вообще не приносили прибыли, наоборот, с каждым отчетным кварталом возрастали их убытки. Ситуация была настолько неординарна, что многие наблюдатели заговорили о возникновении некой «новой экономики», средой обитания которой должен был стать виртуальный мир «глобальной паутины», в котором, чтобы получать прибыль, совсем необязательно ее зарабатывать. Как и полагается в подобных случаях, одновременно со здравицами новому миру, происходило отпевание «старой», традиционной экономики, символом которой стала NYSE: одновременно с ростом котировок NASDAQ происходило падение цен на Нью-Йоркской фондовой бирже. Однако, после принятия решения о возможной демополизации компании Майкрософт (в начале апреля 2000 года), рынок NASDAQ упал, а рынок NYSE, наоборот, пошел вверх. Это дало повод вспомнить о «тюльпаномании», поразившей Голландию в XIX веке.

Таким образом, успешным является менеджер, способный не только создать качественный «товар» (в данном контексте – высокие отчетные показатели), но и выгодно «продать» его на финансовом рынке. Удорожание активов, отраженное в финансовой

отчетности увеличивает номинальный капитал предприятия. Реальная его стоимость может быть определена только рынком. Прибыль в понимании собственников это не только цифры, отраженные в отчете о прибылях и убытках; скорее их интересует прирост рыночной стоимости акций, которыми они владеют. С позиции акционера не стоимость активов определяет величину капитала, а наоборот, активы предприятия стоят ровно столько, во сколько оценивается рынком суммарная стоимость всех акций предприятия (сумма рыночной капитализации). Стоимость капитала как бы «вменяется» активам предприятия. Причем в данном случае речь идет о правостороннем «вменении», так как правая сторона баланса определяет величину его левой стороны. В бухгалтерском учете используется концепция номинального капитала, предполагающая левостороннее «вменение» – величина собственного капитала определяется эффективностью использования активов предприятия, удорожание этих активов означает прибыль, т.е. прирост собственного капитала.

В жизни обе эти концепции взаимодополняют друг друга: для того, чтобы рынок оценил реальную стоимость капитала, необходимо представление финансовой отчетности, в которой отражается изменение его номинальной величины. Очевидно, что финансовая теория не может пренебрегать ни одним, ни другим подходом, в противном случае она стала бы значительно проще для понимания, но и значительно бесполезнее для практического применения. Финансовая отчетность – лишь один из источников информации, поступающей на рынок. Аккумулируя огромные объемы информации из самых различных источников, рынок должен достаточно быстро переработать ее, чтобы трансформировать множество исходных чисел и букв в одну небольшую цифру – цену акции. Способность рынка осуществлять такие преобразования информации называется его эффективностью.