

Рассказова А. Н., канд. техн. наук, доцент НИУ-ВШЭ, arasskazova@hse.ru

ОПТИМИЗАЦИЯ СТОИМОСТИ КОРПОРАТИВНОГО ЗАЕМЩИКА КАК СПОСОБ ПОВЫШЕНИЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ СУБЪЕКТОВ БАНКОВСКОГО БИЗНЕСА¹

В статье предложена методика оценки оптимальной структуры инвестиционного капитала корпоративного заемщика, анализируются результаты ее апробации. На основании эффектов моделирования способности компаний создавать акционерную стоимость автор дает оценку банковским кредитным решениям, одобряющим финансирование промышленных фирм в разрезе отраслей промышленности Российской Федерации в 2012 г. Интеграция результатов исследования в систему выработки и принятия кредитных решений позволит повысить конкурентоспособность субъектов банковского бизнеса.

Ключевые слова: корпоративный заемщик, кредитные решения банка, оптимальная структура инвестиционного капитала, реальная конкурентоспособность банка.

Введение: актуальность проблемных кредитов

Рост проблемных кредитов потребителей банковского корпоративного рынка² и банкротство компаний в посткризисный период³ свидетельствуют о низкой реальной конкурентоспособности субъектов банковского бизнеса, вызванной

утратой конкурентных преимуществ⁴ российских банков в определении реального положения вещей на рынке корпоративного заимствования. Задача решения проблемы низкого уровня конкурентоспособности актуальна. Она обусловлена, с одной стороны, острой потребностью в разработке новых процессных технологий в банке, дающих возможность в современных условиях распределенного корпоративного рынка среди членов банковского сообщества повысить эффективность взаимодействия и увеличить долю надежных клиентов. С другой стороны — тем, что российский банковский менеджмент до сих пор не вооружен инструментарием повышения конкурентных преимуществ посредством анализа факторов обеспечения роста стоимости взаимозави-

¹ Публикация подготовлена в рамках поддержанного РГНФ научного проекта № 14-02-00132.

² Курбат А. Российский банковский сектор. Скрытое ухудшение качества кредитных портфелей [интернет-портал]. URL: http://st.finam.ru/ipo/comments/Russian%20Banking%20Sector-Shadowed%20decrease%20in%20quality__RUS.pdf (дата обращения: 29.04.2014).

³ Алевалова Е. Банкротства 2009–2011 гг.: динамика и тенденции [интернет-портал]. URL: http://www.vedi.ru/red_r/2011/ed110111_bankrot.pdf (дата обращения: 29.04.2014).

⁴ Рубин Ю. Б. Теория и практика предпринимательской конкуренции. М.: Маркет ДС, 2010. С. 90–94.

симых сторон — банка и его корпоративных клиентов. Столь необходимый процесс совершенствования системы принятия инвестиционно-кредитных решений, направленный на обеспечение экономического роста в стране, затруднен. Объясняется это тем, что большинство отечественных компаний до сих пор ограничивают оценку эффективности менеджмента ростом бухгалтерской прибыли, демонстрируя низкий уровень финансовой грамотности при принятии инвестиционных решений. Архитектура же процессов принятия банковских инвестиционно-кредитных решений с потребителями корпоративного рынка непрозрачна.

Целью настоящей работы является исследование основ формирования конкурентных преимуществ субъектов банковского бизнеса на рынке корпоративного заимствования в части выработки и принятия банковских кредитных решений. При этом научная значимость решения проблемы состоит в моделировании уровня структуры инвестиционного капитала заемщика как фактора обеспечения роста его акционерной стоимости с тем, чтобы проанализировать эффективность банковских кредитных решений и сформулировать обоснованную рекомендацию по совершенствованию системы выработки и принятия кредитных решений путем интеграции в нее результатов настоящего исследования.

Анализ литературы и постановка задачи

Многочисленные исследования оптимальной структуры капитала второй половины XX в. представляют интерес и сегодня. Так, овладение конкурирующими теориями капитала позволяет выявить причины и следствия изменений в структуре инвестиций с учетом знания их природы и состава⁵.

⁵ *Lachmann L. M.* Capital and its Structure. Kansas City: Sheed Andrews and McMeel, INC, 1978. P. 27; *Luigi V., Sorin V.* A Review of the Capital Structure Theories. EconPapers, 2009. P. 315–320; *Ahmadinia H.*,

Практический интерес связан с новыми исследованиями структуры капитала в развивающихся странах и новых промышленных развитых странах с расширяющимся корпоративным сектором⁶. Исследования в области принятия инвестиционных решений демонстрируют влияние на формирование оптимальной структуры капитала как количественных⁷, так и качественных факторов⁸. В поисках решения задачи описания структуры капитала предпринята попытка решить ее в том числе с помощью поведенческой парадигмы⁹.

В части подтверждения непрекращающегося интереса к спорам вокруг работоспособности теории инвестиций¹⁰ также можно привести множество примеров практических решений проблемы управления финансовой устойчивостью компаний. Например, разработка инструментария по анализу финансовой устойчивости с учетом внутренней структуры капитала¹¹, или использование данных конкретных компа-

Afrasiabishani J., Hesami E. A Comprehensive Review on Capital Structure Theories // The Romanian Economic Journal. 2012. P. 5–7.

⁶ *Prasad S., Green C., Murinde V.* Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies. Vienna: Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, 2001. P. 29–60; *Bauer P.* Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic // Czech Journal of Economics and Finance. 2004. P. 8–11.

⁷ *Friedman B. M.* Corporate Capital Structures in the United States. Chicago: The University of Chicago Press, 1985. — 391 p.

⁸ *Pettit J.* Strategic Corporate Finance. Applications in Valuation and Capital Structure. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2007. P. 56–94.

⁹ *Солодухина А. В., Репин Д. В.* В поисках загадки структуры капитала: поведенческий подход // Журнал «Корпоративные финансы». 2008. №5. С. 111–115.

¹⁰ См.: *Modigliani F., Miller M.* The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. №48. P. 261–296.

¹¹ Подробнее см.: *Грачев А. В.* Учет внутренней структуры капитала // Финансовый менеджмент. 2003. №3. С. 33–47.

ний для демонстрации работоспособности теории оптимальной структуры капитала¹², или проверка гипотезы положительной связи между долгом фирмы и среднеотраслевым ее значением¹³.

Однако позиция реальной конкурентоспособности субъектов банковского бизнеса на рынке корпоративного заимствования посредством оценок оптимальности структуры инвестиционного капитала до сих пор не изучалась. Поэтому, с точки зрения автора, разработка методики оценки и формулирование следствий анализа полученных результатов компенсируют пробел в решении проблемы низкой конкурентоспособности субъектов банковского бизнеса на рынке корпоративного заимствования.

Моделирование оптимальной структуры инвестиционного капитала с параллельной максимизацией акционерной стоимости компании позволяет найти решения нескольких ключевых задач, которые кратко можно обозначить шестью вопросами с ответами на них.

1. Чем обусловлена данная проблема? → Объем плохих кредитов растет¹⁴, в 2012 г. наблюдается ухудшение динамики промышленности¹⁵.

¹² См.: Gardner J., Carl B., Moeller S. Using Coke-Cola and Pepsico to demonstrate Optimal Capital Structure Theory // Journal of Finance and Accountancy. 2013. № 1. С. 40–52.

¹³ См., например: Masulis R. W. The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates // Journal of Finance. 1983. № 38. P. 107–126; Hatfield G. B., Cheng T. W., Davidson, W. N. The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Marker Value // Journal Of Financial And Strategic Decision. 1994. № 3. P. 1–14.

¹⁴ Подробнее см.: Рейтинговый обзор: объем просроченной задолженности в российских банках [Интернет-портал]. URL: <http://bankir.ru/publikacii/s/reitingovyi-obzor-obem-prosrochennoi-zadolzhennosti-v-rossiiskikh-bankakh-10001592/#ixzz2uPP2Ytfa> (дата обращения: 29.04.2014).

¹⁵ Подробнее см.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ: итоги 2012 года. С. 6 [интернет-портал]. URL: http://vid1.rian.ru/ig/ratings/rating_regions_2013.pdf (дата обращения: 29.04.2014).

2. Почему это происходит? → Возможно, существующая методика оценки кредитоспособности потенциального заемщика не отвечает критерию его надежности.

3. Что можно предложить в качестве критерия надежности корпоративного заемщика? → Способность компании создавать акционерную стоимость.

4. Учитывается ли данная способность при принятии кредитных решений со стороны банка? → Вероятнее всего, не учитывается (выдвигается в качестве гипотезы и определяется требование по ее проверке).

5. Что даст проверка гипотезы? → Позволит оценить соответствие оптимальной структуры инвестиционного капитала корпоративного заемщика достигнутой.

6. Каким способом предлагается проверить гипотезу? → Путем разработки методики оценки оптимальной структуры инвестиционного капитала корпоративного заемщика банка и анализа результатов ее апробации на данных финансовой отчетности российских эмитентов — участников торгов Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) в 2012 г.

Ответы на эти вопросы, которые позволят дать оценку банковским кредитным решениям, стимулирующим утрату/обретение конкурентных преимуществ субъектами российского банковского бизнеса в процессе инвестиционного взаимодействия с клиентами на рынке корпоративного заимствования, составляют содержание настоящего исследования по формированию акционерной стоимости корпоративных заемщиков. Исследование выполнено на основе данных финансовой отчетности промышленных компаний за 2012 г.

Методология

Объединение в одной системе функций моделирования и интерпретации полученных результатов является шагом к формализации процесса принятия решения банком о финансировании корпоративного за-

емщика. В такой интегрированной системе соответствующие процессы обеспечивают связь между различными формами полученных образцов создания акционерной стоимости и делают возможным принятие обоснованных решений по предоставлению объективно возможного объема заемного финансирования.

Методика расчета оптимальной структуры капитала и анализ показателя эффективности управления инвестиционным капиталом промышленной фирмы в интересах ее собственников позволяют определить алгоритм расчета оптимальной структуры капитала корпоративного заемщика и порядок ее учета при принятии инвестиционно-кредитных решений банка. С учетом того, что эффективность инвестиционных решений определяется степенью создания акционерной стоимости заемщика¹⁶, цель проведения оценки оптимальной структуры капитала промышленной фирмы — определение на основании финансовой отчетности промышленной фирмы возможности создания акционерной стоимости или той структуры инвестиционного капитала, которая способствует реализации такой возможности. При этом процесс создания акционерной стоимости корпоративного заемщика банка ориентирован на алгоритм расчета (рис. 1), включающий в себя следующие этапы.

На первом этапе задача, связанная с формированием списка динамично развивающихся компаний, в интересах их акционеров решается в разрезе отраслей промышленности. При этом источниками исходных данных для расчета фактических значений факторов стоимости могут являться: автоматизированные и информационные системы банка; распорядительные документы, содержащие планы работ и ключевые показатели по специфическому направлению деятельности; формы отчетности, ус-

тановленные внутренними нормативными и распорядительными документами банка.

На втором этапе производится расчет показателя доходности собственного капитала (*ROE*). С целью унификации и стандартизации решения задачи выявления развивающихся компаний в интересах своих акционеров использована доказанная в работе Н. Н. Тренева¹⁷ зависимость показателей *ROE* и доли заемного капитала (α) и смоделирована способность компании создавать стоимость при условии связи кредитной ставки (*i*) с долей заемного капитала *i* (α), которая учитывает страхование компании против банкротства¹⁸.

В настоящем исследовании допускается унифицированная для исследуемых компаний зависимость, равная $i(\alpha) = \alpha + 10\%$. Таким образом, методика оценки оптимальной структуры инвестиционного капитала использует метод моделирования доходности собственного капитала (*ROE*), расчет которой осуществляется по формуле (1)

$$ROE_i = (1 - lp) \cdot \left[ROI + \left(\frac{\alpha_i}{1 - \alpha_i} \right) \cdot [ROI - (\alpha_i + 0,1)] \right], \quad (1)$$

где *ROI* — доходность инвестиций;

lp — ставка налога;

α — доля кредитных средств в общей структуре финансирования, %;

i — шаг моделирования, равный $i = 1, 2 \dots 99\%$.

Тем самым положенный в основу методики способ моделирования доходности соб-

¹⁷ Тренин Н. Н. Финансовый анализ и управление финансами // Аудит и финансовый анализ. 1997. № 4. С. 112.

¹⁸ При этом зависимость процента *i* от доли заемного капитала α определяется кредитором. Причем, чем больше страховка от банкротства (0,01% — 10%), тем для достижения максимума доходности собственного капитала требуется меньший уровень α оптимального или оптимального уровня доли заемных средств в общей структуре инвестиционного капитала.

¹⁶ См. подробнее: Рассказова А. Н. Финансовое моделирование как инструмент консалтинга корпоративного бизнеса в банке // Финансовая аналитика: Проблемы и решения. 2011. №32. С. 10–20.

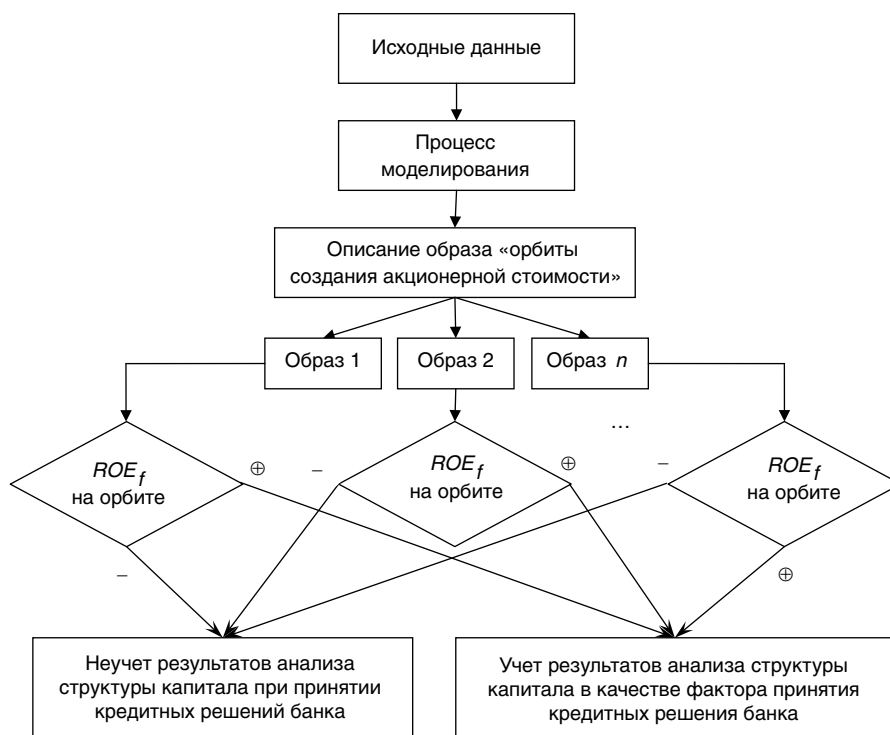


Рис. 1. Структура процесса преобразования результатов моделирования оптимальной структуры капитала в оценку кредитных решений банка

ственного капитала позволит определить максимум акционерной стоимости, которого компания способна достичь в исследуемом году. Саму орбиту, формируемую моделированием ROE_f , назовем орбитой создания акционерной стоимости.

Третий этап предполагает выявление развивающихся в интересах собственников компаний в разрезе отраслей. Решение задачи обнаружения компаний, у которых фактическое значение ROE позиционируется на смоделированной орбите создания акционерной стоимости, требует ранжирования компаний по степени близости ROE к оптимальному ее значению (ROE_{opt}). При этом чем ближе достигнутое ROE к ROE_{opt} , тем приоритетнее данная фирма с точки зрения эффективности управления инвестиционным капиталом в интересах своих акционеров. Немаловажную роль в таком решении играет то, что в случае равноуда-

ленности достигнутого ROE от оптимального у нескольких фирм приоритет отдается компании, у которой максимальный уровень ROE выше. Одновременно идеальным вариантом будет случай, когда оптимальный уровень ROE совпадает с достигнутым. Такой пример получает преимущество перед другими моделями.

Рассматривая трехэтапную процедуру преобразования результатов моделирования оптимальной структуры капитала в оценку кредитных решений банка, необходимо коснуться ее возможной реализации. Вместе с тем встает вопрос о том, какие параметры следует выбрать для оценки степени возможности компании создавать стоимость для акционеров. На наш взгляд, наиболее подходящим способом является оценка разности требуемой и достигнутой доходностей инвестиций (ΔROI) и сопоставление ее с разностью оптимальной и дос-

тигнутой структурами капитала ($\Delta\alpha$). Такое соизмерение позволит судить об учете/неучете способности фирмы создавать стоимость при принятии банковских инвестиционно-кредитных решений. Если выдвинуть данное утверждение в качестве гипотезы работоспособности разработанной методики, то подтверждение или опровержение связи изучаемого признака $\Delta\alpha$ с требуемым увеличением достигнутого ROI по отрасли в целом позволит фактически проверить предложенную методику на практическую реализуемость.

Нельзя не учесть и тот факт, что для принятия решения в каждом конкретном случае требуется специальный анализ. Так, если мы «подтянем» требуемую доходность инвестиций к ее достигнутому значению на величину ΔROI , то попадем на орбиту формирования оптимальной структуры капитала, и дальнейшее движение по ней по направлению максимизации доходности собственного капитала положительно повлияет на процесс инвестиционного взаимодействия банка с корпоративными клиентами. В противном случае игнорирование индифферентного отношения потенциального заемщика к оптимальной структуре инвестиционного капитала при выработке и принятии банковских кредитных решений влечет утрату конкурентных преимуществ банка в будущем вследствие неспособности клиента расплатиться по своим обязательствам. Последующий анализ взаимосвязи между разностью оптимальной и достигнутой долей заемных средств в общей структуре инвестиционного капитала и разностью требуемой и достигнутой доходностей инвестиций позволит интерпретировать обоснованность привлечения дополнительных заемных средств корпоративными клиентами со стороны банков. Таким образом, гипотеза о неучете способности фирмы создавать стоимость при принятии банковских инвестиционных решений будет либо подтверждена, либо отвергнута.

В следующем подразделе кратко остановимся на содержании проведенного исследова-

ния и обобщим полученные результаты моделирования оптимальной структуры инвестиционного капитала как фирмы в частности, так и отрасли в целом, формулируя оценку инвестиционно-кредитных решений российских банков.

Содержание исследования и интерпретация результатов

Используя выборку 149 компаний, акции которых котировались на ММВБ в 2012 г., определяется связь между отраслевой принадлежностью компаний и структурой инвестиционного капитала (долей заемных средств в общей структуре финансирования инвестиций). Так, коэффициент детерминации, равный 2%, свидетельствует о том, что только на 2% вариация структуры капитала исследуемых фирм обусловлена отраслевыми особенностями, а на 98% — другими факторами. Таким образом, отсутствие связи между структурой капитала и отраслевыми различиями (эмпирическое корреляционное отношение $\eta = 0,0751$) предопределяет выбор курса исследования зависимости доходности собственного капитала (ROE) от доли заемных средств в общей структуре инвестиционного капитала (α) без учета специфических отраслевых характеристик.

Далее тестированию подлежит гипотеза о неучете банком при принятии кредитно-инвестиционных решений способности создавать акционерную стоимость менеджментом корпоративного заемщика. Изучается финансовая отчетность российских эмитентов — участников торгов ММВБ, принадлежащих укрупненным отраслям промышленности. Анализу подлежат данные финансовой отчетности за 2012 г. 149 российских промышленных компаний¹⁹, представленные в разрезе отраслей промышленности РФ в соответствии с кодами ОКВЭД (табл. 1).

¹⁹ Используются данные, собранные по базе СПАРК (Система профессионального анализа предприятий и рынков, Интерфакс).

Таблица 1

Коды ОКВЭД, используемые для составления выборки корпоративных заемщиков

№ п/п	Наименование укрупненных отраслей промышленности	Коды ОКВЭД
1	Топливно-промышленность	11, 23
2	Электроэнергетика	40
3	Металлургия	14, 27
4	Машиностроение	29, 34, 35
5	Сельскохозяйственная промышленность	01
6	Пищевая промышленность	15, 16
7	Химическая и нефтехимическая промышленность	24, 25
8	Интеллектуальные технологии	72, 73, 32, 33
9	Промышленность строительных материалов	13, 45
10	Горнодобывающая промышленность	10

Можно выделить три ожидаемых результата в ходе моделирования оптимальной структуры капитала. Первый результат выявляет наиболее динамично развивающиеся в интересах своих акционеров компании и позволяет оценить банковские решения по одобрению инвестиционно-кредитного финансирования их деятельности. Второй — формулирует объективную оценку оптимальной структуры инвестиционного капитала отрасли в целом. Это позволяет изучить соответствие принимаемых инвестиционно-кредитных банковских решений внутри отрасли промышленности в части объективной выполнимости своих обязательств перед банками в целом. И наконец, третий результат указывает на значимость связи между двумя показателями. С одной стороны, увеличением доходности инвестиций (ΔROI) до уровня, достаточного, чтобы обеспечить позиционирование фактического показателя доходности собственного капитала (ROE_i) на орбите формирования акционерной стоимости. С другой — величиной сдвига оптимальной структуры инвестиционного капитала (α_{opt}) относительно ее достигнутого значения (α_o) на число $\Delta\alpha$, необходимое для обеспечения нового уровня максимума акционерной стоимости. Такая проверка осуществляется с целью доказательства реализуемости предложений методики на практике. Анализ полу-

ченных результатов позволит подтвердить или опровергнуть гипотезу о неучете способности фирмы создавать акционерную стоимость при принятии банковских инвестиционных решений. Проведем последовательный анализ ожидаемых результатов данного исследования.

Методика позволяет выявить в разрезе отраслей промышленности наиболее динамично развивающиеся в интересах акционеров компании. В таблице 2 приведены те из них, которые могли бы претендовать на место в первой тройке в своем отраслевом пуле согласно оценке, полученной в рамках данной методики. Здесь подковообразная кривая представляет собой образ «орбиты создания акционерной стоимости» с шагом $i = 0, 1 \dots 100\%$ (далее просто «орбита»), пунктиром обозначен оптимальный уровень структуры инвестиционного капитала (α_o). На «орбите» отмечена точка достигнутого компанией значения ROE с соответствующими координатами ROE и α (например, достигнутый уровень ROE компании ОАО «Э. ОН Россия» имеет следующие координаты: $ROE = 16,27\%$ и $\alpha = 6,72\%$). Ранжирование компаний в таблице построено по признаку близости достигнутого значения ROE к его оптимальному уровню. В случае равноудаленности достигнутого значения ROE от оптимального у нескольких

фирм приоритет отдается компании, у которой максимальный уровень ROE выше (например, в рамках топливной промышленности ОАО «ЛУКОЙЛ» имеет более высокий приоритет перед ОАО «Газпром»). Идеальный случай, когда оптимальный уровень ROE совпадает с достигнутым. Такой вариант получает преимущество перед другими. Пример идеального случая — ОАО «Сургутнефтегаз» из топливной промышленности. При этом следует отметить, что некоторые отрасли имеют менее 3 компаний-лидеров, например в машиностроении или промышленности строительных материалов. В то же время за период 2012 г. в сельскохозяйственной и химической отраслях промышленности вообще не выявилось компаний, деятельность которых нацелена на создание акционерной стоимости.

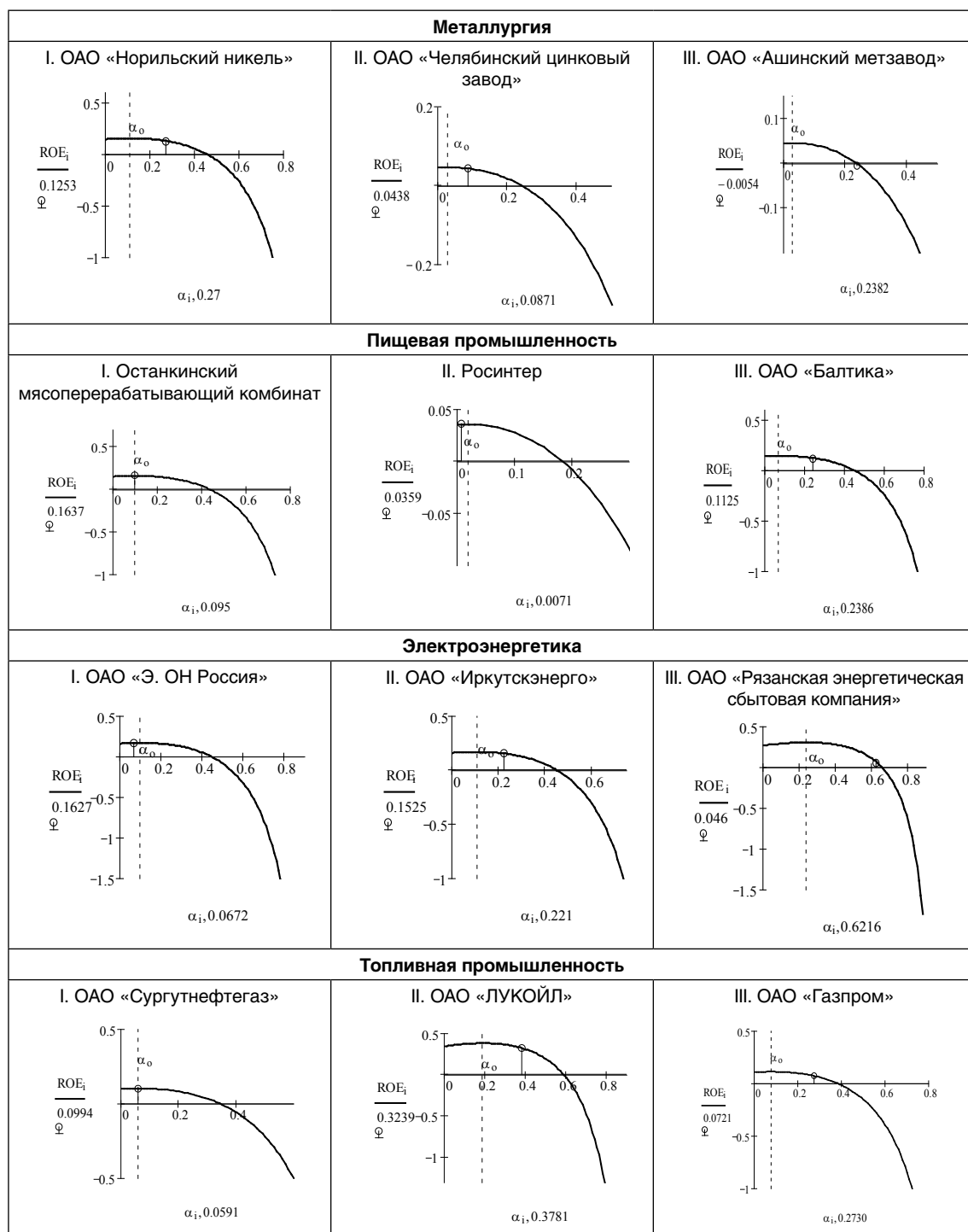
Подводя итоги, сформулируем правило оценки эффекта управления структурой инвестиционного капитала в интересах собственников компаний. В соответствии с табл. 2 достигнутые значения ROE выведены менеджментом отмеченных компаний на орбиту создания акционерной стоимости с параметрами, характеризующими эффективность управления инвестициями. Чем ближе достигнутое значение ROE к своему максимальному уровню, тем выше эффект управления структурой инвестиционного капитала в интересах ее собственников. При этом, если компании либо далеки от оптимума, либо выведены из орбиты влияния результата управления инвестициями на максимизацию акционерной стоимости, это свидетельствует о том, что со стороны компаний не учитываются результаты анализа оптимальной структуры капитала при принятии инвестиционных решений и происходит необоснованное одобрение инвестиционного финансирования промышленных фирм со стороны российских банков.

Следующий вывод отражает результаты оценки оптимальной структуры капитала и доходности собственного капитала в среднем по отраслям промышленности в 2012 г.

При этом встроенные в табл. 3 рисунки демонстрируют, с одной стороны, орбиты финансовых возможностей, призванные формировать среднеотраслевую оптимальную структуру инвестиционного капитала (достижимые орбиты), а значит, и максимизировать стоимость компаний в интересах своих акционеров. С другой — достигнутые среднеотраслевые фактические значения ROE_f , которые позиционируются либо выше смоделированной орбиты возможностей, либо непосредственно на ней. Свидетельством того, что фактический уровень ROE_f расположен выше достижимой орбиты, является то, что объем заемного финансирования инвестиций в среднеотраслевой компании превышает ее финансовые возможности по обслуживанию займов. А высокий фактический уровень ROE_f объясняется достижением кратковременного эффекта при не объективном в отношении формирования акционерной стоимости уровне заемного внешнего финансирования. При этом одна орбита (сплошная линия) — это орбита финансовых возможностей компаний по формированию усредненной по каждой отрасли промышленности оптимальной структуры инвестиционного капитала. Другая орбита (пунктирная линия) «подтягивается» к достигнутому уровню рентабельности собственного капитала ROE_s , чтобы показать, насколько необходимо менеджменту компаний увеличить доходность инвестиций в среднем (ΔROI), чтобы обеспечить долгосрочный эффект управления компаниями в интересах акционеров. При таком подходе уровень максимума акционерной стоимости повышается за счет правого сдвига оптимальной структуры инвестиционного капитала на величину $\Delta\alpha$. В такой интерпретации полученного результата примечательно, что в двух отраслях (промышленности строительных материалов и пищевой промышленности) достигнутые среднеотраслевые фактические значения ROE_f позиционируются непосредственно на смоделированной орбите возможностей. Это означает нацелен-

Таблица 2

Образ «орбиты создания акционерной стоимости» промышленных фирм в 2012 г.



Окончание таблицы 2

Машиностроение		
I. ОАО «НПО «Промавтоматика» $\alpha_i, 0.9114$	I. ОАО «Полкус Золото» $\alpha_i, 0.1557$	
Промышленность строительных материалов		
II. ОАО «Автоваз» $\alpha_i, 0.2024$	II. ОАО «Стойленский ГОК» $\alpha_i, 0.0536$	
Горнодобывающая промышленность		
ОАО «СУЭК-Красноярск» $\alpha_i, 0.1307$	Интеллектуальные технологии	
ОАО «Русские навигационные технологии» $\alpha_i, 0.2461$		

ность менеджмента компаний указанных отраслей на создание акционерной стоимости и управление инвестиционным капиталом в интересах их собственников.

Таким образом, можно утверждать, что необоснованное с позиций финансовых возможностей кредитование компаний даст кратковременный эффект рентабельности собственного капитала ROE_i , в то время как позиционирование фактического уровня ROE_i непосредственно на орбите подтверждает следование менеджмента этих же

компаний интересам акционеров путем максимизации акционерной стоимости за счет достижения оптимальной структуры инвестиционного капитала.

Для получения очередного результата соотношение признаков величин ΔROI и $\Delta \alpha$ сводится в табл. 4. Используя эти данные, оценим значимость связи отраслевых признаков « ΔROI » с « $\Delta \alpha$ » и сгруппируем « ΔROI » по « $\Delta \alpha$ » в соответствии с табл. 5. При этом оценку значимости связи изучаемого признака ($\Delta \alpha$) с требуемой добавкой к фактически

Таблица 3

Результаты моделирования оптимальной структуры капитала в разрезе отраслей промышленности (2012 г.)

Химическая промышленность	Топливная промышленность
Машиностроение	Металлургия
Электроз энергетика	Промышленность строительных материалов
Пищевая промышленность	Горнодобывающая промышленность
Сельскохозяйственная промышленность	Интеллектуальные технологии

достигнутому значению ROI осуществим проверкой соотношения критерия хи-квадрат (χ^2). Учитывая, что $\chi^2_{\text{расч.}}$ должно превышать $\chi^2_{\text{табл.}}$, в нашем случае неравенство

$$(\text{при } \chi^2_{\text{расч.}} = 241, \chi^2_{\text{табл.}} \left(\begin{matrix} p = 0,05 \\ df = 8 \end{matrix} \right) = 15,51)$$

выполняется и наличие связи подтверждается. Следовательно, связь между признаками « $\Delta\alpha$ » и « ΔROA » — значима, и методика, позволяющая дать объективную оценку оптимальной структуры инвестиционного капитала отрасли, работоспособна.

В дополнение к сказанному значимость зависимости $\Delta\alpha$ (ΔROA) свидетельствует еще и о том, что требование по уменьшению доли заемных средств $\Delta\alpha$ для достижения оптимального уровня в структуре инвестиционного капитала обусловлено необходимостью обеспечения роста рентабельности

инвестиций на величину ΔROA относительно того достигнутого уровня, при котором принималось решение об инвестиционном финансировании компании. Таким образом, анализ взаимосвязи между разностью оптимальной и достигнутой долей заемных средств и разностью между требуемой и достигнутой доходностями инвестиции подтверждает необоснованное привлечение дополнительных заемных средств компаниями-заемщиками. В то же время характерный избыток доли заемных средств в общей структуре инвестиционного капитала компаний-лидеров, развивающихся в интересах акционеров (табл. 2), подтверждает необоснованность финансирования банками промышленных фирм сверх их потребности. Таким образом, гипотеза о неучете способности фирмы создавать стоимость при принятии банковских инвестиционных решений подтверждается.

Таблица 4

Соотношение признаков « ΔROA » и « $\Delta\alpha$ » отрасли

Соотношение признаков	Электроэнергетика	Металлургия	Топливная	Машиностроение	Промышленность строительных материалов	Пищевая	Горнодобывающая	Сельскохозяйственная	Интеллектуальные технологии	Химическая
$\Delta\alpha$, %	–40	–37	–13	–38	–33	–33	–23	–31	–20	–29
ΔROA , %	21	26	11	24	0	0	18	22	6	24

Таблица 5

Группировка признаков « ΔROA » с « $\Delta\alpha$ »

α	–40% ÷ –32%	–23% ÷ –31%	–13% ÷ –22%	Всего
0% ÷ 5.1%	9	9	0	18
5.2% ÷ 10.3%	0	0	5	5
10.4% ÷ 15.5%	0	0	9	9
15.6% ÷ 20.7%	0	4	0	4
20.8% ÷ 26%	0	0	113	113
Всего:	9	13	122	149

Заключение

По результатам апробации разработанной методики отметим следующие ключевые выводы. Во-первых, методика позволяет formalизовать процесс принятия банком решения по оценке деятельности каждого отдельного корпоративного заемщика. Так, движение по направлению к оптимальной структуре инвестиционного капитала положительно влияет на процесс формирования устойчивой системы инвестиционного взаимодействия с корпоративным заемщиком. И чем ближе расположена достигнутая компанией структура инвестиционного капитала к оптимальному ее значению, тем устойчивее система инвестиционного взаимодействия с банком. Во-вторых, предложенная методика предоставляет возможность выявить наиболее динамично развивающиеся в интересах своих акционеров предприятия в разрезе отраслей промышленности российской экономики. И наконец, в-третьих, модель (1), использующая взаимную зависимость между доходностью собственного капитала компании и структурой инвестиционного капитала, допускает объективную оценку оптимальной структуры инвестиционного капитала заемщика банка при достигнутом уровне эффективности. В свою очередь, интегрированный анализ полученных результатов позволяет подтвердить гипотезу о неучете способности фирмы создавать стоимость при принятии банковских инвестиционных решений и дополнительно сформулировать следующий ряд обобщенных выводов.

1. Российские компании не стремятся максимизировать акционерную стоимость.

2. Банки не учитывают способность компаний создавать акционерную стоимость при принятии по отношению к ним кредитно-инвестиционных решений.

3. Учет результатов анализа способности менеджмента компании создавать акционерную стоимость придает объективный характер кредитным решениям банка.

Следует иметь в виду, что результаты финансового моделирования ROE (α) придают решаемым банком практическим задачам прогностический характер. При этом ключевым фактором успеха является опережающее выявление надежных компаний для целей банковского кредитования. Достижению поставленной цели будет способствовать выполнение одной из стратегических программ (проектных инициатив) банка: привлечение клиентов на основе результатов моделирования их способности создавать акционерную стоимость работы с клиентами крупного бизнеса, включая планирование и оценку эффективности инвестиционного взаимодействия банка с корпоративными заемщиками на основе механизма формирования акционерной стоимости корпоративного заемщика.

Таким образом, с одной стороны, стремление банка участвовать в формировании акционерной стоимости корпоративного заемщика будет положительно влиять на процесс создания устойчивой системы взаимодействия банка с корпоративными клиентами. С другой — использование оптимизации стоимости корпоративного заемщика в системе выработки и принятия банковских инвестиционно-кредитных решений позволит обрести субъектами банковского бизнеса конкурентные преимущества на рынке корпоративного заимствования.

Список литературы

1. Грачев А. В. Учет внутренней структуры капитала // Финансовый менеджмент. 2003. С. 33–47.
2. Коваленко А. И. Теоретические и методологические аспекты использования концепции «конкурентоспособности» в научных исследованиях // Современная конкуренция. 2013. №6 (42). С. 65–79.
3. Рассказова А. Н. Финансовое моделирование как инструмент консалтинга корпоративного бизнеса в банке // Финансовая аналитика: Проблемы и решения. 2011. №32. С. 10–20.
4. Рубин Ю. Б. Дискуссионные вопросы современной теории конкуренции // Современная конкуренция. 2010. №3 (21). С. 38–67.

5. Солодухина А. В., Репин Д. В. В поисках загадки структуры капитала: поведенческий подход // Журнал «Корпоративные финансы». 2008. №5. С. 103–118.
6. Тренев Н. Н. Финансовый анализ и управление финансами // Аудит и финансовый анализ. 1997. №4. С. 109–113.
7. Ahmadinia H., Afrasiabishani J., Hesami E. A Comprehensive Review on Capital Structure Theories // The Romanian Economic Journal. 2012. № 45. P. 3–26.
8. Bauer P. Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic // Czech Journal of Economics and Finance. 2004. № 54. P. 2–21.
9. Friedman B. M. Corporate Capital Structures in the United States. Chicago: The University of Chicago Press., 1985. — 391 p.
10. Gardner J., Carl B., Moeller S. Using Coke-Cola and Pepsico to Demonstrate Optimal Capital Structure Theory // Journal of Finance and Accountancy. 2013. № 1. P. 40–52.
11. Hatfield G. B., Cheng T. W., Davidson W. N. The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value // Journal Of Financial And Strategic Decisions. 1994. Vol. 7. №. 3. P. 1–14.
12. Lachmann L. M. Capital and its Structure. Kansas City: Sheed Andrews and McMeel, INC. 1978. — 130 p.
13. Luigi V. & Sorin V. A Review of the Capital Structure Theories // EconPapers. 2009. P. 315–320.
14. Masulis R. W. The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates // Journal of Finance. 1983. №38. P. 107–126.
15. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. №48. P. 261–296.
16. Pettit J. Strategic Corporate Finance. Applications in Valuation and Capital Structure. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc. 2007. P. 117–202.
17. Prasad S., Green C. & Murinde V. Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies. Vienna: Société Universitaire Européenne de Recherches Financières. 2001. — 104 p.
18. Алевалова Е. Банкротства 2009–2011 гг.: динамика и тенденции [Интернет-портал]. URL: http://www.vedi.ru/red_r/2011/ed110111_bankrot.pdf (дата обращения: 29.04.2014).

A. Rasskazova, Ph. D., Associate Professor National Research University Higher School of Economics, Associate Professor of Financial Markets and Financial Management HSE in St. Petersburg, arasskazova@hse.ru

OPTIMIZATION OF THE CORPORATE BORROWER AS A WAY TO ENHANCE THE COMPETITIVENESS OF THE BANKING BUSINESS ENTITIES

The purpose of this article is to study the ability of corporate borrowers generate shareholder value for the assessment of bank lending decisions.

Methodology for studying the ability of corporate borrowers generate shareholder value allows us to calculate the optimal capital structure for the corporate borrower and the accounting for it when making credit decisions of the bank. Study subject 149 industrial enterprises that operate in the territory of the Russian Federation and whose shares are quoted on the stock exchange in the 2012. In this article we tested the hypothesis of disregarding the bank when making credit decisions corporate borrower the ability to create shareholder value. Identified dynamically developing company. Proved the feasibility of the proposed method in practice.

The research is confined to the client base of the industrial sector of economy of the Russian Federation: it will be useful to adapt the material of this article to studying other sectoral markets nationwide. The results of research were used to assess credit decisions of Russian banks.

This article constitutes groundwork for organizing effective system of bank lending decisions that guarantees congruity of the bank's resources and capabilities with demands and requirements of the market it operates on.

Keywords: corporate borrower, bank lending decisions, optimal structure of capital investment, competitiveness of banking business.