Правительство Российской Федерации

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение

высшего профессионального образования

«Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

###### Факультет мировой экономики и мировой политики

###### Кафедра мировой экономики

###### ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

На тему: «Формирование механизмов прямого корпоративного финансирования как составная часть институциональных преобразований в переходной экономике Китая»

Студент группы № 461

Газизянов Эмиль Булатович

Руководитель ВКР

к.э.н, доцент Мозиас Петр Михайлович

Москва, 2013

Содержание

Введение...................................................................................................................3

Глава 1. Источники привлечения капитала в условиях развивающейся и переходной экономики............................................................................................7

1. Теорема Миллера – Модильяни о выборе структуры капитала..........................................................................................................9
2. Факторы, влияющие на структуру капитала компании (развитие теоремы Миллера – Модильяни)………………………………………...13
3. Выбор механизмов внешнего финансирования компаниями развивающихся и постсоциалистических стран......................................23

Глава 2. Структура и механизмы акционерного финансирования на фондовом рынке Китая...........................................................................................................36

1. Этапы развития фондового рынка КНР....................................................36
2. Cовременная институциональная структура фондового рынка КНР...............................................................................................................52
3. Инструменты акционерного финансирования на фондовом рынке КНР...............................................................................................................61
4. Текущие проблемы и риски для прямого финансирования в КНР........68

Глава 3. Тестирование классических концепций выбора структуры капитала: эмпирический анализ крупнейших компаний России и Китая.........................72

1. Модели тестирования концепций структуры капитала………………...72
2. Методология исследования………………………………………………74
3. Анализ панельных данных. Интерпретация…………………………….77

Заключение.............................................................................................................83

Список использованной литературы...................................................................87

**Введение**

В течение последних десятилетий внимание мировой общественности привлекают высокие темпы роста, которые демонстрирует китайская экономика. Однако вопрос о характере и источниках высокой динамики экономического роста в КНР до сих пор вызывает много споров.

Общепризнанно, что ключевую роль в динамике китайской экономики играет высокая норма накопления. Как и в любой другой экономике, китайские предприятия могут получить средства для инвестирования или взяв кредит, или попросив помощи у государства, или же обратившись на фондовый рынок, с целью получения облигационных займов или выпуска акций. Последний вариант представляется особенно интересным для анализа. Активные частные инвестиции на фондовых площадках Китая обеспечивают потенциальную возможность для привлечения большого объема средств предприятиями. Но существует ряд институциональных ограничений, которые отличают механизмы привлечения капитала в Китае от других стран. В таком свете совокупность факторов, влияющих на финансирование инвестиционных процессов китайских компаний, представляется актуальной и своевременной темой для исследования, позволяющей рассмотреть вопрос об источниках бурного экономического роста с корпоративной и институциональной точки зрения.

Стоит отметить, что проблема выбора источников внешнего финансирования актуальна для любой экономики. В случае же с переходной экономикой КНР надо учитывать, что механизмы корпоративного финансирования находятся на этапе становления. В силу этого система корпоративных институтов отличается значительной спецификой. Следует учитывать и то, что на параметры финансирования влияют идеологические предпочтения государства. В таком случае для анализа политики финансирования китайских компаний необходим особый инструментарий.

Необходимо заметить и то, что в развивающихся странах и странах с переходной экономикой институты долгового финансирования складываются быстрее, чем механизмы привлечения средств с фондового рынка. Тем не менее китайский фондовый рынок существует уже более двух десятилетий, а его значение в корпоративном финансировании усиливается. В этой связи актуальным является вопрос сравнения логики принятия решения о финансировании со стороны компаний, функционирующих в условиях переходной экономики России и КНР, так как фондовый рынок в обеих стран развивается одинаковое количество времени, однако, динамика и характерные черты различны.

Проблемам анализа стратегий компаний по финансированию на развитых и развивающихся рынках посвящен ряд исследований российских и иностранных экономистов, среди которых можно отметить Н. Халова и Ф. Хейдера, рассмотревших вопрос выпуска акций в условиях высоких издержек неблагоприятного отбора, Р. Ражана и Л. Зингалеза, выявивших детерминанты структуры капитала для развитого рынка с использованием множественной регрессии, А. Морка, А. Шляйфера и Р. Вишны, впервые опровергнувших монотонную зависимость между структурой собственности и эффективностью предприятия и включивших в анализ структуры капитала Q - Тобина, Г. Хуанга и Ф. Сонга, применивших натуральный логарифм выручки в качестве показателя размера капитала компании, И. Ивашковскую и М. Солнцеву, оценивших влияние странового фактора на формирование структуры капитала российских и китайских компаний. Среди отечественных китаеведов вопросами привлечения финансирования в китайской экономике занимался И.В. Вахрушин, проанализировавший функционирование фондового рынка КНР в кризисный период, П.М. Мозиас, определивший специфику привлечения китайскими компаниями иностранного капитала в акционерной форме, Ю. Макеев, рассмотревший особенности поведения акций китайских компаний при первичном размещении. Вопросами накопления капитала и финансирования компаний в российской экономике занимался Л.М. Григорьев.

**Предметом** данного исследования являются институциональные преобразования на фондовом рынке Китая. **Объектом** исследования являются механизмы прямого корпоративного финансирования в КНР.

**Целью** работы является выявление институциональных и системных особенностей, присущих китайской экономике и фондовому рынку КНР, в частности, оценка их влияния на принятие решений о финансировании со стороны китайских крупных компаний.

Для достижения поставленной цели в работе, необходимо решить ряд таких **задач,** как:

1. обобщить существующие теоретические концепции по вопросу долгового и акционерного финансирования;
2. проанализировать трансформацию фондового рынка КНР как источника капитала для китайских компаний;
3. провести анализ основных институциональных особенностей фондового рынка КНР;
4. выявить системные риски для развития механизмов прямого корпоративного финансирования в Китае;
5. провести количественное исследование с целью выявления характера зависимости принятия решений о финансировании от ряда детерминант выбора структуры капитала.
6. провести сравнительный анализ между структурой капитала крупных российских и китайских компаний.

Основная часть работы построена следующим образом. В первой главе подробно изложены существующие концепции по решениям о финансировании корпораций, проанализированы имеющиеся исследования компаний с развитых и развивающихся рынков, предложены вниманию результаты тестирования теорий о финансировании на компаниях с развивающихся рынков и стран с переходной экономикой. Первая часть второй главы посвящена анализу основных этапов развития китайского фондового рынка. Далее во второй главе подробно проанализированы институциональная структура фондового рынка КНР и инструменты акционерного финансирования, описаны основные риски для развития механизмов прямого корпоративного финансирования. Третья глава посвящена эмпирическому анализу крупнейших компаний России и Китая с точки зрения логики принятия решений относительно структуры капитала.

Для раскрытия темы дипломной работы использованы Интернет-ресурсы, в частности статистические базы МВФ, Всемирного банка, Государственного статистического бюро Китая, а также ресурсы электронной библиотеки НИУ-ВШЭ. Для целей работы проанализированы китайские источники по заявленной теме, в частности, аналитические отчеты Народного Банка Китая, Комиссии по управлению и контролю за ценными бумагами КНР, а также ресурсы Синологической библиотеки ИДВ РАН. Помимо этого проведена работа с аналитическими статьями и новостными сводками из журналов «Эксперт», «Проблемы Дальнего Востока», газет «The Economic Observer», «The Financial Times» и новостного агенства «Синьхуа».

**Глава 1. Источники привлечения капитала в условиях развивающейся и переходной экономики**

Для корректного анализа источников привлечения капитала китайскими компаниями необходимо помнить, что корпоративный сектор в КНР находится в фазе становления. На его развитие накладываются институциональные особенности, которые не позволяют полностью применить модель выбора структуры капитала для развитых рынков. Однако модель, используемая в исследовании логики принятия решений компаниями с уже сложившихся рынков капитала, может быть использована в качестве отправной точки для дальнейшего анализа.

Основным ресурсом для фирмы является денежный поток, который создается ее активами. Если фирма финансирует свою деятельность полностью из акционерного капитала ( за счет выпуска обыкновенных акций), то поток полностью принадлежит акционерам. Когда фирма выпускает не только акции, но и долговые обязательства, не важно обычные ли этого облигации или конвертируемые с заложенным опционом, она разделяет свой общий поток на две части: один поток, который идет кредиторам, и второй поток, идущий акционерам. Именно такую комбинацию финансовый инструментов на балансе у фирмы называют структурой капитала.

Выбор структуры капитала как ключевое решение компании, влияющее на результаты ее долгосрочного развития, относится к числу центральных проблем теории корпоративных финансов. Структура капитала любой фирмы, вне зависимости от отрасли функционирования, представляет собой краеугольный камень анализа текущего финансового состояния компании, она играет важнейшую роль при оценке инвесторами эффективности своих вложений. Но несмотря на солидную историю эмпирических исследований в данной области многие вопросы остаются нерешенными даже применительно к развитым рынкам капитала. Стоит ли говорить, что исследования по компаниям с развивающихся рынков немногочисленны, охватывают далеко не все страновые выборки и не все известные теоретические концепции[[1]](#footnote-1).

Необходимо отметить, что выбор структуры капитала основан не только на оценке деятельности самой компании, но и на институциональных особенностях, которые свойственны той или иной стране. Одним из основополагающих моментов в этой связи является трансформация корпоративного сектора, которая идет параллельно со сдвигами на финансовых рынках, вытекающими из изменений в системе прав собственности. В условиях переходной и развивающейся экономики России и Китая, такой сектор только складывается, в условиях же США или Великобритании корпоративный сектор не просто сложился, а принят многими странами как ориентир для развития.

Но вот в чем вопрос: применим ли инструментарий для оценки структуры капитала в развитых странах к развивающимся? На самом ли деле стоит брать механизмы, сложившиеся на западноевропейских рынках капитала как ориентир, или же это скорее основа, на которую должны накладываться страновые особенности ведения бизнеса? Для того, чтобы ответить на эти вопросы, необходимо, во – первых, определить «фундамент» и основные параметры оценки структуры капитала, то есть разобраться в теории долгового и акционерного финансирования применительно к развитым рынкам, во – вторых, понять, как полученные выводы для развитого рынка соотносятся с логикой происходящих событий и полученных результатов для компаний с развивающихся рынков, и в-третьих, на примере развивающейся страны ( в данном случае – Китая) разобраться, как реформирование прав собственности вылилось в изменения на фондовом рынке и повлияло на формирование корпоративного сектора.

Акцент будет сделан на акционерном, или прямом, финансировании, так как тема долгового финансирования требует отдельного пристального рассмотрения с подбором совершенно иного инструментария для анализа. Однако вопросы механизмов выдачи и получения ссудного капитала будут нас также интересовать, но только при разборе самой структуры капитала, а именно при анализе непосредственно финансовых показателей компаний, рассмотрении вопросов перенасыщенности их балансов долговыми инструментами. Под прямым корпоративным финансированием будет пониматься прямое вхождение инвесторов в капитал компании через внесение средств в уставный капитал предприятия или покупку акций этого предприятия на фондовом рынке. Долговое же финансирование будет представлять собой коммерческие кредиты, синдицированные кредиты, выпуск и обслуживание долга по облигациям.

 *1. Теорема Миллера – Модильяни о выборе структуры капитала*

Для того, чтобы понять, в чем суть выбора корпорациями структуры капитала, необходимо обратиться для начала к теоретической разработке проблемы. По сложившейся среди исследователей традиции, мы начнем с анализа совершенного рынка капитала, в основе действия которого лежат два постулата Миллера – Модильяни (ММ)[[2]](#footnote-2), предвосхищенные за 6 лет до появления их работы в исследовании Д. Дюранда[[3]](#footnote-3). ММ рассмотрели рыночную ситуацию, при которой на совершенном рынке капитала политика компании относительно выплаты дивидендов не важна, а решения по финансированию не имеют значения. Их знаменитый первый постулат гласит, что фирмы не могут изменить общую стоимость ценных бумаг, разделив свой денежный поток на составные части: стоимость предприятия определяется теми активами, которыми она реально владеет, а не ценными бумагами в обращении. Таким образом, когда фирма принимает инвестиционные решения, структура капитала оказывается не важна.

Как видно, первый постулат ММ допускает существование полного разграничения инвестиционных решений и решений по финансированию. Этот постулат гласит, что фирма в состоянии использовать различные процедуры планирования, не думая о том, откуда идут средства для инвестиций, то есть при оценке стоимости компании или отдельного проекта этой компании можно исходить из предположения о полном финансировании деятельности за счет собственного капитала. Отсюда следует, что фирмы, привлекающие займы, предлагают инвесторам более разнообразные финансовые инструменты, но не более того, так как инвесторы по сути сами в состоянии скопировать любое изменение структуры капитала, без особых проблем создать дублирующий портфель и погасить эффект от любых предложений со стороны топ-менеджеров компании. В поддержку данного факта ММ утверждают, что заимствования, хотя и увеличивают ожидаемую акционерами доходность инвестиций, но они увеличивают и риск.

Формально первый постулат ММ базируется на том, что рынок совершенен. Однако традиционалисты, в ответ ММ, говорят о том, что рынок в большинстве своем несовершенен, и это делает индивидуальные заимствования для некоторых инвесторов слишком дорогостоящими, рискованными. В результате образуется ряд потребителей, для которых корпоративные займы предпочтительнее персональных, в силу эффекта масштаба первых. Такие инвесторы в принципе могут захотеть платить дороже за акции фирм с увеличившимся финансовым рычагом. Появляется неудовлетворенный спрос, который финансовые менеджеры должны увидеть и в ответ предложить некую финансовую услугу, которая может удовлетворить такой спрос. Хотя теорема ММ и утверждает, что подобная «игра не стоит свеч», однако такую ситуацию представить себе можно, и в мировой финансовой истории примеры есть. Например, в 1970 г. в ответ на острый спрос на ликвидность в США, компания Ginnie Mae выпустила MBS (Mortgage Backed Securities), а в 1974 г. Citicorp выпустила векселя с плавающей ставкой в ответ на необходимость создания новых сберегательных схем. Другое дело, что найти такой спрос и удовлетворить его достаточно трудно, тем более сейчас, когда рисковые операции ограничиваются финансовыми регуляторами.

Второй постулат ММ гласит, что ожидаемая доходность обыкновенной акции фирмы с долговой нагрузкой возрастает в том же направлении, что и отношение долга к акционерному капиталу (D/E), выраженному в рыночных ценах; темпы роста, в таком случае, зависят от расхождения между rA, ожидаемой доходностью всех ценных бумаг фирмы, и rD, ожидаемой доходностью долговых обязательств, т.е:

 rE = rA + $\frac{D}{E}$ (rA - rD) (1.1)

Общим следствием второго постулата ММ, при условии, что фирма выпускает практически безрисковые облигации при низком общем уровне долга, является то, что ожидаемая доходность долговых обязательств не зависит от соотношения заемного и собственного капитала, а ожидаемая инвесторами доходность акций увеличивается пропорционально росту D/E. Но как только фирма начинает брать больше займов, риск дефолта фирмы по своим обязательствам возрастает, и кредиторы требуют от фирмы более высоких ставок процента. Согласно второму постулату, если это происходит, то темпы роста rE снижаются.

Итак, согласно первому постулату ММ, соотношение собственного капитала и заемных средств не оказывает влияния на богатство акционеров. Согласно же второму постулату, ожидаемая доходность от акций возрастает с ростом отношения долга к собственному капиталу фирмы. Но коэффициент D/E при этом никак не влияет на принимаемый акционерами риск в абсолютном выражении. И получается, на первый взгляд, противоречие: финансовый рычаг может не затрагивать интересы акционеров, хотя в то же время он увеличивает ожидаемую доходность. Но никакого разногласия здесь нет, так как всякий рост доходности, ожидаемой акционерами, балансируется увеличением риска. Вопрос только в том, как оценить этот риск при оценке финансовых инвестиционных проектов.

Одним из важнейших понятий в теореме ММ является понятие средневзвешенных затрат на капитал[[4]](#footnote-4). Данный показатель как раз и используется в планировании для определения ЧПС (чистой приведенной стоимости) проектов, при условии, что он не изменяет бизнес - риск фирмы. Но в данном случае, когда мы еще не учли существование корпоративного налога на прибыль и понятие «налогового щита», по – прежнему основная идея исходит из того, что первый постулат ММ верен. Если же это не так, то мы не можем уже использовать простые средневзвешенные в качестве ставок дисконтирования даже для проектов, которые не меняют «категорию риска» бизнеса корпорации.

Интересно, что в ситуации, когда первый постулат ММ выполняется, задачи «максимизации общей рыночной стоимости» и «минимизации средневзвешенных затрат на капитал» совпадают, но если постулат не верен, то та структура капитала, максимизирующая стоимость предприятия на рынке, минимизирует средневзвешенные затраты на капитал, только если прибыль от операционной деятельности не зависит от самой структуры капитала. В этом случае средневзвешенные затраты на капитал представляют собой ожидаемую доходность всех ценных бумаг компании по их стоимости, установленной на рынке, и так как операционная прибыль постоянна, то все, что способствует росту стоимости фирмы, усменьшает средневзвешенные затраты на капитал. Однако финансовый рычаг, как будет показано далее, может влиять на операционную прибыль несколькими путями, и именно поэтому максимизация стоимости корпорации не всегда равнозначна минимизации средневзвешенных затрат на капитал. Как такое может быть?

Дело в том, что существуют определенные нарушения системы допущений модели Миллера – Модильяни, главными из которых являются: существование корпоративного налога на прибыль, издержки банкротства и финансовых затруднений, постоянное присутствие конфликта интересов между менеджерами и акционерами, асимметрия информации, побудительный эффект финансового рычага[[5]](#footnote-5). Однако все это совершенно не значит, что модель ММ не применима на развитом рынке, и теория «традиционалистов» должна господствовать. Необходимо лишь понять, как хорошо работающие рынки реагируют на налоги и другие факторы.

 *2. Факторы, влияющие на структуру капитала компании (развитие теоремы Миллера – Модильяни)*

Начнем с корпоративного налога. Введение налога на прибыль корпорации ограничивает возможности инвестора создавать портфели-копии, а корпорация получает возможности получения «налогового щита», который возникает при использовании финансового рычага. У двух идентичных по критерию операционных характеристик фирм стоимость фирмы, применяющей заемное финансирование для долгосрочного развития, выше на величину приведенной стоимости потоков денежных средств, сэкономленных на налоге на прибыль. Принято считать, что налоговой защите присущ такой же риск, как и процентным выплатам, которые ее создают. Стало быть для получения приведенной стоимости «налогового щита», необходимо применять ставку дисконтирования, равную ожидаемой доходности, требуемой инвесторами, которые держат долговые обязательства фирмы.

Однако здесь необходимо акцентировать внимание на том, что величина годовой экономии (Tc \* D \* rD) рассматривается при предпосылках постоянства величины заемного капитала D и неизменности операционных характеристик фирмы и, следовательно, ее делового (операционного) риска, что позволяет сделать дополнительные допущения о неизменности ставки процента, точнее требуемой кредиторами доходности, и о возможности рассмотрения экономии на налоге на прибыль в качестве аннуитетного потока денежных средств. Еще одним важным моментом является то, что в качестве ставки корпоративного налога рассматривается предельная ставка Тс , так как мы исследуем именно изменения в структуре капитала[[6]](#footnote-6).

Таким образом, получаем, что первый постулат ММ при учете налогового фактора не выполняется. Но следует обратить внимание на то, что второй постулат теоремы Миллера - Модильяни продолжает действовать, ввиду того, что затраты на капитал, инвестированный собственниками корпорации, продолжают зависеть от соотношения заемного и собственного капитала, привлеченного корпорацией[[7]](#footnote-7).

Но на одном корпоративном налоге вся история не заканчивается. Как только в общую картину вводится личный подоходный налог, цель фирмы меняется: необходимо не просто минимизировать величину корпоративного налога, но и свести к минимуму приведенную стоимость всех налогов, которые имеют отношение к корпоративной прибыли, в том числе и налоги, уплачиваемые держателями облигаций и акций. Здесь как раз можно уже в полной мере говорить о влиянии финансового рычага на корпоративные и личные налоги. В зависимости от структуры капитала часть операционной прибыли фирмы достается инвесторам либо в виде процента по долгу, либо в виде дохода по акциям (дивидендов или приращения капитала).

Рассматриваемая гипотеза может быть сформулирована тогда следующим образом: если формы личного дохода инвесторов – проценты по корпоративным облигациям, дивиденды на акции и прирост капитала – облагаются по одинаковым налоговым ставкам, то несовершенство рынка капитала (в виде ставки налога на доходы инвесторов) незначимо, и инвестор безразличен к финансовому рычагу конкретной фирмы. Если все-таки налоговые ставки на разные формы дохода инвесторов, т.е. на личные доходы от инвестиций в заемный капитал фирмы и в собственный капитала той же фирмы, неодинаковы, то налоги на доходы инвесторов должны влиять на стоимость фирмы.

Причина существенного влияния налоговых ставок на стоимость фирмы заключается в возникновении разных выигрышей инвестора в форме экономии на личных налоговых выплатах, а она зависит от наличия или отсутствия заемного капитала в структуре капитала фирмы. Разумеется, личный подоходный налог уменьшает денежную величину корпоративной налоговой защиты, однако и ставка дисконтирования, подходящая для денежных потоков после вычета личного подоходного налога, тоже в этом случае ниже. Если инвесторы готовы ссужать деньги на условии, что будущая доходность до вычета личного налога составит rD , то они должны быть готовы к тому, что доходность после вычета личного налога будет равна rD \* (1 – Tp ), где Tp – предельная ставка личного налога на процентный доход по долговым инструментам. В модели существует и другая ставка личного подоходного налога, а именно TpE , представляющая собой эффективную ставку налога на доход по акциям. По сути эти ставки должна быть равны, если акционер не извлекает дохода путем приращения капитала[[8]](#footnote-8). Если расписать всю схему от получения операционной прибыли в виде процента или дохода по акциям до получения прибыли после всех налогов, можно прийти к следующей формуле, получившей название «относительного налогового преимущества долга»:

*Относительное налоговое преимущество долга* = $\frac{1 – Tp}{\left(1- TpE \right)\*(1-Tc)}$ (1.2)

Отсюда следует, что стоимость фирмы с финансовым рычагом будет выше, только если полученная дробь больше 1. Фирмам необходимо будет избегать заемного финансирования в случае, если дробь меньше 1. Если же числитель равен знаменателю, то структура капитала вновь становится незначимой. Данное равенство позволяет при введенных ранее допущениях сделать вывод о том, что каждый инвестор, независимо от типа его личного дохода, платит в прямой форме по каналам личных налогов и в косвенной форме (через выплаты налога на прибыль самой фирмы) одну и ту же величину. Инвестор, таким образом, безразличен к типу структуры капитала корпорации. Стоит отметить один крайне важный момент: данная гипотеза опирается на то, что компания с уверенностью ожидает прибыль, облагаемую налогами в последующих периодах. Если фирма получет убытки и не может отнести их на прошлые периоды в счет уже тех налогов, которые были уплачены, то ей остается только отнести налоговую защиту на следующие периоды в надежде ею воспользоваться. На протяжении такой отсрочки компания будет терять временную стоимость денег. А если трудности еще и усугубятся, то отсрочка может стать, грубо говоря, вечной, а мечты о налоговой защите только мечтами.

Стоит отметить еще и то, что займы - это не единственный способ для того, чтобы защитить прибыль от налогов. Фирмы могут использовать также схему ускоренной амортизации основных средств. Чем больше аналогичных способов защиты прибыли использует компания, тем меньше будет налоговая защита, ожидаемая от непосредственно займов. Даже если фирма считает, что в дальнейшем сможет получать налогооблагаемую прибыль при нынешнем уровне долга, ее перспективы навряд ли останутся такими же позитивными при условии постоянного наращивания долга. Все это означает, что корпоративное заимствование дает налоговые преимущества тем компаниям, которые обладают вескими основаниями полагаться на налоговую защиту. Однако Дж. Грэм[[9]](#footnote-9) в своем исследовании заметил, что у типичной фирмы нереализованная налоговая защита составляет примерно 5% стоимости компании. Получается, что менеджерам фирмы что-то мешает, что-то перевешивает выгоды увеличения долга. В теории корпоративных финансов подобные неудобства называют «издержками финансовых трудностей» или «издержками финансовой неустойчивости» ( costs of financial distress).

Финансовые трудности возникают у компании, когда она нарушает обещания, данные кредиторам, или даже просто испытывает сложности с их выполнением. Подобная ситуация может привести к банкротству. Финансовые трудности обходятся дорого фирмам. Инвесторы, видя, что фирмы, прибегающие к заимствованиям, могут попасть в состояние финансовой неустойчивости, меняют резко свою оценку текущей рыночной стоимости ценных бумаг с долговой нагрузкой. Рассматривая данное ограничение для теории ММ, необходимо обратить внимание на то, что финансовая неустойчивость должна рассматриваться только как результат собственно финансового рычага (невозможности обслуживания долгов). С точки зрения структуры капитала важен, получается, не сам факт наличия подобных ограничений, а именно вызываемые ими издержки.

Логично предположить, что приведенная стоимость налоговой защиты поначалу растет с увеличением займов фирмы[[10]](#footnote-10). При умеренных уровнях долга вероятность финансовых трудностей незначительна, поэтому приведенная стоимость связанных с ними издержек мала, и налоговые преимущества перевешивают. Но в некоторой точке вероятность возникновения финансовых трудностей при увеличении долга резко возрастает, а соответствующие издержки начинают негативно влиять на стоимость фирмы. Кроме того, если фирма не может быть твердо уверена в том, что у нее получится извлечь пользу из корпоративной налоговой защиты, то налоговые преимущества дополнительного заимствования, очевидно, постепенно истощатся и исчезнут. Судя по всему, «Парето - оптимум» достигается, когда приведенная стоимость экономии на налогах благодаря дополнительным займам точно уравновешивается ростом приведенной стоимости издержек финансовых трудностей. Однако здесь не все так тривиально, потому что у издержек финансовых трудностей есть несколько составляющих элементов.

Согласно модели ММ, на совершенном рынке капитала контроль над финансово неустойчивой корпорацией будет передан из рук одних собственников в руки других без издержек. Что это значит? Предположим, что компания с ограниченной ответственностью становится банкротом[[11]](#footnote-11). Ее акционеры крайне огорчены тем, что стоимость фирмы резко упала за считанные минуты, но это проблема основной деятельности компании, которая, по предпосылкам модели, никак не связана с финансированием[[12]](#footnote-12). И получается, что при плохой работе компании право на банкротство, т.е. право на невыполнение обязательств, становится привилегией. Получается, что если контроль над фирмой передается без издержек, то стоимость фирмы не должна измениться. Однако если механизм передачи контроля создает издержки, то финансовая неустойчивость влияет на стоимость фирмы и ведет к ее снижению. Поэтому банкротство, как процедура передачи контроля от старых собственников к новым, не вызывает изменения стоимости фирм, если в связи с финансовой неустойчивостью не возникают издержки. Снижение стоимости предшествует банкротству, которое не является причиной падения стоимости, а становится результатом этого процесса.

На общую картину накладываются еще и два вида издержек: прямые и косвенные. Если прямые издержки можно определить сразу, как судебные и административные, то косвенные практически не поддаются количественному измерению. Часть косвенных издержек, вероятно, связана с отказом поставщиков, потребителей и всех остальных вести дела с компанией, находящейся на грани разорения. Клиентов волнует бесперебойность поставок, а поставщиков - вовремя оплаченные партии товара, и понятно, что в условиях наличия финансовых трудностей, компания не может гарантировать ничего из перечисленного.

Особняком стоит вопрос о распределении издержек финансовой неустойчивости между инвесторами – кредиторами и инвесторами - собственниками. В этом случае прямые издержки могут приводить к появлению премии за риск неплатежа, увеличивающей ставку требуемой кредиторами доходности. Следовательно, ожидаемые прямые издержки финансовой неустойчивости, вызванные превращением долга в категорию рискового, несут собственники фирмы. Такие издержки означают снижение привлекательности заемного финансирования для тех корпораций, чей долг приблизился к планке рискового[[13]](#footnote-13).

Завершая разговор о финансовой неустойчивости, хотелось бы отметить, что не каждая фирма, испытывающая финансовые затруднения, становится банкротом. Если фирма в состоянии набрать достаточно денег, для того, чтобы выплачивать проценты по своим долгам, то она может отсрочить банкротство на многие годы, и, в конце концов, преодолеть трудности, полностью погасить свои долги и избежать банкротства. Но в рамках нашего анализа данная ситуация не представляет интереса.

Теория структуры капитала на совершенном и несовершенном рынке подводит нас к важному выводу: можно предположить, что сама структура капитала так же, как и возможные издержки, могут зависеть от типа активов, которыми обладает фирма[[14]](#footnote-14). Некоторые активы, типа коммерческой недвижимости, могут почти безболезненно пережить банкротство и реорганизацию. Стоимость каких-то других активов, скорее всего, может сильно пострадать. В данном случае наибольший ущерб несут нематериальные активы, которые обеспечивают жизнеспособность фирмы, только пока она работает – технологии, патенты, репутация, человеческий капитал. Но является ли такая постановка вопроса адекватной всегда?

С одной стороны, финансовые менеджеры часто воспринимают решения фирмы о выборе структуры капитала как компромисс между процентной налоговой защитой и издержками финансовых трудностей. В этом случае им на помощь приходит равновесная теория структуры капитала (trade-off theory), которая признает, что нормативные коэффициенты долговой нагрузки разнятся от фирмы к фирме. Компаниям, располагающим надежными материальными активами и обильной налогооблагаемой прибылью, требующей защиты, следует устанавливать высокие нормативы долговой нагрузки. При этом данная теория утверждает, что коэффициенты долговой нагрузки должны быть умеренными. Таким образом, равновесная теория успешно объясняет межотраслевые различия в структуре капитала.

Однако, с другой стороны, она не объясняет, почему некоторые наиболее преуспевающие компании обходятся небольшим долгом. Причем здесь уже не играет роли сектор функционирования компании, так как если у компании большие прибыли, то ей было бы логично воспользоваться «налоговым щитом». На этот аргумент достаточно четкий ответ дала другая теория структуры капитала, «иерархическая» (pecking order theory), в основе которой лежит принцип асимметрии информации: менеджеры знают о перспективах, рисках и стоимости своих компаний больше, чем внешние инвесторы, что доказывается движением акций после выступлений топ-менеджеров относительно, например, текущего состояния дел в компании и возможностей для будущего роста. Получается, что асимметрия информации, скорее всего, будет влиять и на выбор источников финансирования. Это и порождает иерархию выбора, в рамках которой инвестиции финансируются прежде всего из внутренних источников (нераспределенная прибыль), потом - за счет выпуска новых займов и, в последнюю очередь, за счет выпуска новых акций, где последний вариант воспринимается как крайняя мера. Почему?

Давайте подумаем, почему при первичном размещении акции компании готовятся несколько лет к данному событию, устраивают road show для инвесторов, собирают книгу подписок на акции? Если посмотреть на первые торги акций компаний, которые только что прошли процедуру IPO, то в основном все они начинают торги на нижней границе ценового диапазона, установленного инвестиционными банками при размещении. Ведь для того, чтобы акции повысились в цене, инвесторов надо убедить. Сама попытка продать акции показывает, что они, скорее всего, должны стоить дешевле. Здесь действует простой принцип рациональности: «продать подороже, купить подешевле». Получается, что любая здравомыслящая компания предпочтет заем выпуску новых акций.

Но если фирма перегружена долгом, то это может служить хорошей причиной для компании выпустить новые обыкновенные акции на рынок, а для инвесторов это повод более глубоко подойти к анализу компании. В таком контексте выпуск акций для высокотехнологичных компаний представляется выгодным шансом поддержать одновременно и высокие темпы роста, и консервативную политику финансирования, так как в случае финансовых проблем их издержки намного превысят издержки для компаний с мощной материальной базой. Вывод из сказанного получается следующий: собственный капитал следует наращивать прежде всего за счет нераспределенной прибыли, а не с помощью выпуска новых акций.

В иерархической теории привлекательность налоговой защиты отодвигается на второй план, а сама теория достаточно четко объясняет почему наиболее прибыльные фирмы обычно делают меньше займов: не потому, что они нацелены на низкие коэффициенты долговой нагрузки, а потому, что у них нет нужды в привлечении денег из внешних источников. И последний вывод относительно данной теории: по сути она объясняет обратную зависимость между прибыльностью и финансовым рычагом в рамках отдельной отрасли. Допустим, фирмы в целом осуществляют инвестиции для поддержания своих темпов роста вровень с отраслевыми. При эффективном функционировании рынка все участники будут держать норму инвестиций примерно на одном уровне. При стабильной дивидендной политике у менее прибыльных фирм будет меньше внутренних средств для таких инвестиций, и в итоге они, скорее всего, начнут просто больше занимать.

Помимо обозначенных выше теорий финансирования, существуют еще две: сигнальная и агентская теории. Они скорее дополняют иерархическую теорию выбора структуры капитала, чем вносят что-то кардинально новое. Так, С. Майерс и Н. Маджлуф утверждают, что любое действие компании по отношению к изменению структуры капитала: эмиссия или выкуп акций, выпуск или выкуп облигаций, выплата дивидендов – все это рассматривается рынком как сигналы о перспективах развития компании[[15]](#footnote-15). В модели Майерса-Маджлуфа в условиях асимметрии информации решение менеджеров о дополнительной эмиссии акций интерпретируется как отрицательный сигнал для рынка и приводит к падению акций. Следовательно, менеджеры, представляющие интересы действующих акционеров, откажутся от выпуска недооцененных акций, что, в свою очередь, может повлечь за собой отказ от привлекательных инвестиционных проектов, которые требуют дополнительного финансирования. Однако если менеджеры выкупают на рынке часть акций ( в российской практике, например, такое часто делают топ-менеджеры ОАО «Лукойл»), то для рынка это позитивный момент, и акции как правило растут в цене: инвесторы, очевидно, оценивают данный шаг как уверенность менеджеров в будущем компании.

В модификациях сигнальных моделей исследователи уже не так критично рассматривают эмиссию акций. Ф. Хейдер и Н. Халов утверждают, что выпуск акций может стать предпочтительнее долгового финансирования в условиях высоких издержек неблагоприятного отбора, сопряженных с долгом[[16]](#footnote-16).

Основная идея агентской теории, развитой в работе М. Дженсена и У. Меклинга, заключается в том, что при принятии решения о финансировании ставится задача минимизации агентских издержек. Ее необходимость связана с тем, что компания не является замкнутым механизмом, а представляет собой постоянный поток взаимодействий различных контрагентов – менеджеров, собственников, кредиторов, противостояние интересов которых может сказаться на снижении ее стоимости. В таких условиях привлечение заемного капитала рассматривается авторами как фактор дисциплинирующего контракта[[17]](#footnote-17). Однако у такого контракта есть несколько особенностей, которые относятся скорее не к развитым рынкам, который мы рассматривали в этой части, а к развивающимся, к чему мы уже постепенно подходим. В следующей части мы постараемся оценить страновой риск, адаптировав, таким образом, общую теорию структуры капитала к развивающимся рынкам.

*3. Выбор механизмов внешнего финансирования компаниями развивающихся и постсоциалистических стран*

Адаптация рассмотренных теоретических концепций к условиям развивающейся и переходной экономики – вопрос технически непростой. С одной стороны, очевидно, что полученные результаты будут так или иначе сравниваться с результатами с развитых рынков. Но, с другой стороны, институциональные особенности также будут вносить свой вклад в анализ, а оценку этих параметров обычно достаточно трудно провести только за счет финансовых показателей. Необходимо вводить переменные, отвечающие за качественные сдвиги (dummy variables), определение которых зачастую носит субъективный характер. К тому же не все развивающиеся страны можно оценить с помощью одной выверенной и универсальной модели. В большинстве исследований по Китаю, главному представителю стран с развивающейся экономикой, показана необходимость проведения отдельного анализа институциональных особенностей страны, имеющей, однако, в целом схожую структуру капитала компаний с фирмами других развивающихся и даже развитых стран. Попробуем разобраться сначала с общей моделью, подходящей для решения задачи о финансировании на развивающихся рынках, и затем постараемся понять особенности выбора структуры капитала в Китае.

Исследования структуры капитала могут быть поделены на выявление и анализ детерминант структуры капитала (данный тип является наиболее распространенным) и тестирование многообразия существующих теорий. Детерминантами структуры капитала называют факторы, влияющие на решение менеджмента о выборе определенного соотношения заемного и собственного капитала.

Традиционными принято считать детерминанты, полученные для развитого рынка, то есть те, которые были выявлены через исследования компаний, действующих на рынках США, Великобритании и других западных стран. В работе Р. Ражана и Л. Зингалеза были определены такие основные детерминанты структуры капитала для развитого рынка, как доходность совокупного капитала компании, структура активов, размер капитала, темпы роста компании[[18]](#footnote-18). Хотя нас интересуют прежде всего развивающиеся страны, данное исследование можно использовать как отправную точку для анализа структуры капитала компаний на других рынках.

Однако прежде чем перейти к тестированию моделей, необходимо проанализировать «финансовую архитектуру»[[19]](#footnote-19) компаний на развивающихся рынках капитала. По сути мы начнем с комплексного подхода к анализу результатов деятельности компаний, опираясь при этом на структурные характеристики, связанные с эффективностью компаний, а не на стилизованные модели финансовых решений фирмы, когда выделяется отдельный вид структурных характеристик в качестве самостоятельного объекта. Итак, рассмотрим компоненты финансовой архитектуры, которые потенциально могут быть встроены в модель эффективности компаний на развивающихся рынках.

Первый компонент финансовой архитектуры – это структура собственности, которая определяется по трем показателям: доле акций в руках менеджеров, концентрации собственности и доле акций на руках у государства[[20]](#footnote-20). Понятие «структуры собственности» получило свое рождение в работе М. Дженсена и У. Меклинга в 1976 году, которые сделали акцент на анализе влияния собственности государства и аффилированных компаний на эффективность предприятий[[21]](#footnote-21). Всего на сегодняшний момент есть три научные школы, занимающиеся данной проблематикой. Первая школа включает в себя работы авторов, которые показали отсутствие значимого влияния структуры собственности на эффективность. Однако данное предположение во многом утратило свой смысл: многие показатели интерпретируются уже по-другому. Например, отношение долгосрочного долга к собственному капиталу фирмы воспринималось раньше как оценка влияния доли акций на руках у менеджеров на эффективность компании. Сейчас же данный коэффициент отражает скорее структуру капитала, нежели является мерой эффективности. Используемый в работах коэффициент покрытия, определяющийся как отношения текущих активов к текущим обязательствам, также воспринимался как показатель, на который влияла доля акций в руках менеджмента, а сейчас данный коэффициент рассматривается как показатель возможности компании обеспечивать свой долг в случае финансовой неустойчивости, и он мало что говорит об эффективности.

Вторая школа берет свое начало в книге С. Ванса 1964 года, где выявлено монотонное положительное влияние структуры собственности на эффективность компании[[22]](#footnote-22). Из показателей структуры собственности он выбирает долю акций на руках у менеджеров и директоров, вовлеченных в работу менеджмента, а в качестве меры эффективности использует показатели чистой прибыли, выручки, собственного капитала. Итогом исследования стало выявление положительного влияния структуры собственности на эффективность предприятий, что можно объяснить с помощью классической теории общих интересов. При получении менеджером части акций он сам стремится к увеличению стоимости компании, так как от этого зависит его личный доход.

Однако монотонность в итоге была опровергнута эмпирическими исследованиями последователей третьей школы: Р. Морком, А. Шляйфером и Р. Вишны[[23]](#footnote-23). Они выявили зависимость в форме перевернутой буквы U, т.е. для небольшого количества акций ( до 5%) в руках менеджеров зависимость положительная, а после некоторой точки перегиба - отрицательная.

Процентный коридор для доли менеджеров в условиях перегиба кривой Дж. МакКоннелл и Г. Серваес определили как 5-25%.[[24]](#footnote-24) При всем при том у положительной связи между долей менеджеров и эффективностью есть свои упущения, которые связаны с концентрацией собственности. Во-первых, концентрация собственности влечет за собой возникновение издержек, связанных с проблемой притеснения крупными собственниками миноритариев, что сопряжено с извлечением частных выгод контроля. Во-вторых, концентрация собственности неизменно связана с определением адекватной премии за контроль, а она зависит прежде всего от институциональных особенностей рынка капитала страны, где компания ведет свою деятельность.

Последним элементом является собственность государства и аффилированных компаний. М. Дженсен и У. Меклинг подвергли критике идеи об одинаковой эффективности государственных и частных компаний. Они, как сторонники агентской теории, утверждали, что госкомпании не могут конкурировать с частными в условиях адекватного мониторинга. Стандартными причинами этого авторы назвали неоправданные высокие заработные платы, дорогие социальные пакеты, неэффективное соотношение труда и капитала. Еще один фактор снижения эффективности - негибкая система корпоративного управления в госкомпаниях. Здесь можно говорить о «мягких бюджетных ограничениях» - понятии, введенным венгерским экономистом Яношем Корнаи. Если частные компании будут неэффектно использовать финансовые ресурсы, то рынок может отреагировать путем изъятия капитала из компании или ее поглощением. А вот у госкомпаний бюджеты не подвержены дисциплинирующему влиянию рынков.

Вторым компонентом в финансовой архитектуре является корпоративное управление, то есть соблюдение и защита интересов акционеров, включая разрешение внешних агентских конфликтов, кредиторов и других стейкхолдеров. В работе Р. Морка, А. Шляйфера и Р. Вишны[[25]](#footnote-25) подчеркивается, что корпоративное управление обеспечивает механизмы осуществления прав и ответственности для создания барьеров оппортунистическому поведению менеджмента. Одним из инструментов может являться делегирование контроля Совету директоров и эффективность такого инструмента можно отслеживать через показатели структуры Совета.

Третьим компонентом является структура капитала. Классический метод выявления детерминант структуры капитала основан на построении линейной регрессии. Необходимо определить круг потенциальных детерминант и круг зависимых переменных (показателей структуры капитала), а затем уже строить эконометрическую модель, в которой определяются значимость зависимых переменных и характер их влияния. Типичная модель, которую используют для выявления детерминант, может быть формально записана как функция долговой нагрузки (переменная L) от ряда факторов, а именно:

$L=η+η\_{1 }Tax+ η\_{2}Tangibility+η\_{3}Prof+η\_{4 }Size+η\_{5 }Risk+\sum\_{}^{}η\_{j}X\_{j}$ + $ν$, (1.3)

где Tax – переменная, отвечающая за налоговые выгоды заемного капитала; Tangibility - переменная, отражающая структуру активов компании; Prof – переменная, отражающая доходность совокупного капитала компании; Size - переменная, отражающая размер компании; Risk – переменная, отражающая риск компании; $\sum\_{}^{}η\_{j}X\_{j}$ – есть не что иное как вектор других детерминант.

Зависимые переменные, выражающие соотношение заемного и собственного капиталов, могут быть представлены в двух разных вариантах: как балансовые показатели и как рыночные показатели. Кроме того, в некоторых исследованиях зависимая переменная была представлена финансовыми коэффициентами, в которых раздельно рассматриваются краткосрочные и долгосрочные обязательства, взятые под проценты (долг компании), нормированные на величину совокупных активов компании.

Теперь можно учесть в модели региональные особенности рынков стран Латинской Америки, Центральной и Восточной Европы, Азии и Африки. В каждой из стран свою роль играют страновой риск и географическое положение, институциональное устройство экономики.

Спектр независимых переменных обычно представлен в эмпирических исследованиях определенным набором. Во – первых, это экономия на налоге на прибыль ( Tax), вызванная выплатой процентов по долгу, поскольку компании могут наращивать заемный капитал для увеличения налоговых выгод, используя расходы на выплату процентов для снижения величины налогооблагаемой прибыли. Так, исследование компаний Латинской Америки подтвердило значимость фактора налоговой экономии[[26]](#footnote-26). Однако далеко не все исследования развивающихся рынков капитала демонстрируют значимость налоговых факторов. Во – вторых, учитывается экономия на налоге на прибыль недолгового происхождения ( Non-debt tax shield – NDT), поскольку существуют другие потенциальные источники такой экономии. К ним, в частности, относятся ежегодные расходы на амортизацию долгосрочных активов. Возможность ускоренной амортизации в таком случае, безусловно, будет только усиливать этот эффект. Увеличение экономии на налогах этого вида может вести к снижению доли долга в составе капитала компании, и введение данной переменной позволяет учесть это потенциальное воздействие.

В-третьих, важную роль в политике заимствования может выполнять качество активов в компании. Как правило, его увязывают с долей долгосрочных материальных активов (Tangibility) в совокупных активах, поскольку они могут формировать базу для залога при заимствовании. Для отражения этого влияния обычно используется замещающая переменная для залоговой стоимости активов, выраженная как доля основных средств в общих активах: основные средства/общие активы или PPE/TА (property, plant and equipment to total assets). Чем выше этот показатель, тем больше у компании возможностей увеличивать заемные средства. Однако в исследованиях по развивающимся рынкам получены противоречивые результаты. Например, ожидаемое прямое влияние обнаружено в исследованиях на данных Бахрейна, Египта, Катара, Кувейта, ОАЭ и Саудовской Аравии[[27]](#footnote-27). Для китайских же компаний выявлено обратное влияние.[[28]](#footnote-28)

В - четвертых, в набор тестируемых детерминант часто включается зависимая переменная Market – to - Book, или отношение капитализации акционерного капитала к его балансовой стоимости. Данный коэффициент может отражать возможности роста компании, основанные на ее стратегических позициях и перспективе развития, так как числитель основан на ожиданиях инвесторов ( Market Value of Equity/ Book Value of Equity). А вот чтобы учесть динамику роста компании (Growth), используют прокси-переменные темпов роста компании. Такие переменные могут рассчитываться по-разному, например, по формуле:

 g(1+r) (1.4)

где r берется из регрессии логарифма продаж (lnSales) за период наблюдения. Такой подход использован, например, профессором Индийского института менеджмента И. Пандеем в исследовании корпоративных стратегий на развивающихся рынках[[29]](#footnote-29). Другой же вариант расчета, приведенный в работе С. Бхадури, основывается на отношении инвестиций к совокупным активам (CapEx/Total Assets)[[30]](#footnote-30). Компании, обладающие высокими темпами роста, как правило, более привлекательны для кредиторов, и доля заемного капитала в них выше.

Еще одна независимая переменная, используемая в исследованиях, – это доходность капитала компании (Profitability). Ее влияние на выбор соотношения заемного и собственного капиталов может быть противоречивым, что связано с различиями мотивов выбора структуры капитала. Если менеджмент компании следует логике иерархической теории структуры капитала или теории порядка финансирования (pecking order theory), то прежде всего используются внутренние источники (собственная нераспределенная прибыль) для финансирования долгосрочного развития, а затем уже обращаются к внешним. В данной логике, объясненной в самом начале главы, чем выше доходность компании, тем ниже у нее должен быть уровень долга, поскольку он стоит на втором месте в иерархии источников. Такие результаты получены во многих исследованиях на растущих рынках капитала.

Если же менеджмент компании опирается на аргументы теории равновесия или компромиссной теории ( trade off theory) структуры капитала, то речь идет о балансировании выгод и издержек заемного финансирования, о чем уже было сказано выше. Но в случае развивающихся рынков свою роль играет и деловой риск компании (business risk) , который описывается в компромиссной теории. Данная переменная обычно рассматривается как аргумент в пользу выбора собственного капитала для финансирования развития, так как рискованным компаниям сложно получить дополнительные заемные средства. Для отражения делового риска достаточно непросто найти объясняющую переменную с технической точки зрения. В работе Ю. Виватанакантанга, профессора Национального Университета Сингапура, для анализа структуры капитала тайских компаний, используется величина стандартного отклонения различных показателей эффективности деятельности компании, например, первый дифференциал продаж за последние 5 лет, нормированный на средний уровень совокупных активов[[31]](#footnote-31):

$ \frac{\sqrt{\frac{1}{5}\sum\_{i=1}^{5}[\left(Sales\_{i}-Sales\_{i-1}\right)- \frac{1}{5}\sum\_{i=1}^{5}\left(Sales\_{i}-Sales\_{i-1}\right) ]^{2}}}{\frac{1}{5}\sum\_{i=1}^{5}Total Assets}$ (1.5)

Очевидно, что необходимо учитывать и размер капитала компании, хотя его влияние на уровень долга неоднозначно. Чем крупнее компания, тем больше у нее, при прочих равных условиях, шансов получить кредит, а следовательно, выше уровень долга. Вспомним, что, согласно агентской теории структуры капитала, в крупных компаниях асимметрия информации между менеджерами, с одной стороны, и внешними инвесторами и кредиторами - с другой, ниже. Это может способствовать увеличению доли заемного финансирования, привлекаемого на длительные сроки. Однако, используя аргумент взаимосвязи между размером капитала компании и степенью ее информационной прозрачности, сторонники сигнальной теории структуры капитала подчеркивают, что крупным компаниям выгодно выпускать акции, которые, благодаря прозрачности, скорее могут быть восприняты как положительные сигналы.

Говоря об этом в предыдущей части главы, мы не делали упор на развивающихся рынках капитала, хотя на самом деле тот факт, что размер капитала может служить и противоположным аргументом – для снижения доли заемного капитала - характерен именно для компаний с растущих рынков. Именно по этой причине в исследовательских моделях китайских профессоров Г. Хуанга и Ф. Сонга в качестве показателя размера капитала компании (size) используется или натуральный логарифм выручки (lnSales), либо натуральный логарифм совокупных активов (lnAssets)[[32]](#footnote-32).

Интересно отметить, что в рассматриваемых работах по развивающимся рынкам сразу в глаза бросается наличие переменных, отвечающих за агентский конфликт в компании, что встречается крайне редко в моделях для компаний США, Канады или Великобритании. Для отражения возможного влияния конфликта «агент-принципал» в моделях вводится набор фиктивных переменных, отвечающих за степень асимметрии информации (agency dummies). Такой набор фиктивных переменных отвечает за качественные сдвиги в оценке исследуемого признака по выборке и может включать в себя разные показатели, например, контроль со стороны членов семьи как собственников, вхождение в состав холдинга, контроль иностранными инвесторами и т.д. Для китайских компаний рассматривается также доля не обращающихся на бирже акций компании (non-circulating share ratio), как показатель, способный косвенно отражать влияние агентских издержек на ее стоимость[[33]](#footnote-33).

В случае с развивающимися странами исследователи отмечают, что решения о структуре капитала компании не могут не быть не связаны с макроэкономическими переменными ( темп роста экономики, рыночная капитализация фондового рынка к ВВП, объем сделок на финансовом рынке, финансовое посредничество как доля ВВП и т.д.). Исследование А. де Йонга и Р. Кабира[[34]](#footnote-34) также дает подтверждение тому, что страновые факторы могут влиять на структуру капитала. Авторы отмечают присутствие прямого влияния на коэффициент «долг-капитал», то есть для части стран значимыми оказались защита прав кредиторов ( для Польши, Турции), а для Малайзии и Китая более значимым фактором оказался рост ВВП и темп роста рынка долговых инструментов. О чем это может говорить? По – видимому, более развитый долговой рынок облегчает выпуск и обращение корпоративных облигаций, тем самым приводя к более высокому уровню долговой нагрузки в стране, тогда как хорошо развитый рынок долевых ценных бумаг приводит к обратному эффекту.

Следует также отметить исследование И. Ивашковской и М. Солнцевой по оценке влияния странового фактора на формирование структуры капитала. В выборку были включены крупные компании стран БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай)[[35]](#footnote-35). В результате зависимость структуры капитала от переменной структуры активов получилась обратная, т.е. чем выше доля материальных активов в компании, тем меньше компания привлекает долга. Аналогичное влияние было получено и для фактора доходности капитала компании ( на 1%-ном уровне значимости). Размер же компании оказался значимым, т.е. более крупные компании обладают более высокой долговой нагрузкой. Переменная, отражающая перспективы роста компании, значима на 5% - ном уровне, т.е. быстро растущие компании обладают более высокой долговой нагрузкой. Эффективная ставка налога на прибыль оказалась значимой на 10% - ном уровне. При этом знак коэффициента отрицательный, что противоречит логическим выкладкам: чем выше ставка налога на прибыль, тем больше компания должна привлекать долга, так как в этом случае «налоговый щит» будет выше. По результатам оценивания, как было показано в работе, эти рассуждения не подтверждаются. Наконец, последняя переменная, которая отражает налоговые выгоды, не связанные с долгом, оказывается незначимой, т.е. выгоды от «налогового щита» не перекрывают издержек на содержание долга при уменьшении ставки налога на прибыль. Получается, что такие традиционные детерминанты структуры капитала, как доходность компании, ее размер, структура активов и налоговые выгоды, характерные для развитых рынков, влияют на структуру капитала и на растущих рынках. При этом стоит отметить, что не всегда данные факторы влияют в том направлении, которое принято считать традиционным, как в случае с налоговыми эффектами.

Крайне любопытными предcтавляются исследования, имеющие целью конкретно тестирование различных теорий финансирования на выборках из компаний с развивающихся рынков капитала. И. Ивашковская и П. Макаров анализируют, например, применение классических концепций выбора структуры капитала на рынках ЦВЕ[[36]](#footnote-36). В выборке из 400 компаний авторы не нашли однозначного подтверждения ни для компромиссной теории, ни для теории порядка финансирования. Дело в том, что доля материальных активов и размер капитала положительно влияют на финансовый рычаг, что говорит в пользу компромиссной теории, а вот тот факт, что финансовый дефицит в большинстве случаев для компаний в выборке финансируется за счет заемного капитала, свидетельствует в поддержку теории порядка финансирования. Кардинальным отличием России и Польши от, скажем Китая или Индии, стала высокая значимость доли материальных активов, размера капитала, прибыльности для долгосрочного долга.

Продолжая разговор о действии классических концепций выбора структуры капитала на развивающихся рынках, стоит безусловно упомянуть о работе К. Чэна и Дж. Вейя[[37]](#footnote-37), где исследуются детерминанты структуры капитала на китайском рынке. Выборка включает данные по 77 публичным компаниям с 1995 по 2000 г. Авторы исследуют следующие детерминанты: доля материальных активов, Q - Тобина, размер фирмы, рентабельность, уровень операционного риска, эффективная процентная ставка. Результаты анализа свидетельствуют в пользу теории порядка финансирования. Переменные операционного риска компаний (которые отражают финансовую неустойчивость), а также экономия на налоге на прибыль оказываются незначимыми факторами, что говорит о неприменимости теории компромисса. Тем не менее, теория порядка финансирования также не находит четкого подтверждения на исследованной выборке китайских компаний. Многие китайские компании прибегают к выпуску акций, хотя могли бы использовать долг в качестве источника финансирования. Авторы выдвигают идею о существовании «новой теории порядка финансирования» для китайских компаний: сначала компании пользуются внутренними источниками финансирования, затем осуществляют акционерное финансирование и в последнюю очередь – долговое.

Таким образом, можно еще раз подчеркнуть, что на развивающихся рынках основные детерминанты структуры капитала сохраняют свое значение, хотя порой их влияние противоположно тому, которое они оказывают на западноевропейском или американском рынке. Но особенно интересны результаты, которые показали компании в Китае: по сути полученные данные не сходятся ни с одной из выше перечисленных теорий структуры капитала. Если анализ детерминант структуры капитала компаний с других развивающихся рынков показал результаты, схожие с развитыми странами, то для китайских компаний фиктивные переменные, отвечающие за качественный сдвиг в оценке параметров, играют важную отличительную роль. До этого мы уже говорили, что за счет dummy – переменных можно объяснить институциональные особенности ведения бизнеса в отдельно взятой стране. Похоже, что это как раз случай Китая. Но как проследить тогда динамику институциональных изменений применительно к акционированию предприятий в Китае? Акции представляют собой юридически закрепленное право инвестора на часть нераспределенной прибыли компании. А если это «право», то необходимо проанализировать трансформацию корпоративного сектора КНР сквозь призму изменений системы прав собственности в Китае, акцентируя внимание на влиянии по отношению к фондовому рынку, который является основной площадкой торговли капиталом.

**Глава 2. Структура и механизмы акционерного финансирования на фондовом рынке Китая**

 *1. Этапы развития фондового рынка КНР*

Процесс формирования отношений между экономическими агентами в КНР обладает определенной спецификой ввиду исторических и институциональных аспектов развития Китая. Постоянное скачкообразное развитие экономики Китая наряду с хроническим дефицитом товаров поставили Китай еще в 50 – 70е гг. перед решением крайне непростых задач, сложность которых усиливалась постоянно растущим населением. Индустриализация требовала сырья для развития промышленности, и это сырье поставлялось через специально созданную в ходе коллективизации систему институтов и под административным нажимом.

Но есть и еще один фактор, который по своей сути является производным от того, что было в 50-70х гг. в китайской экономической системе: регуляторы не могли отследить всю ситуацию, происходящую в экономике, то есть присутствовала асимметрия информации. Предприятия могли доказать, что план слишком высок, и его невыполнение невыгодно как им самим, так и вышестоящим органам, которым придется отчитываться перед начальством. В руках центра было то преимущество, что он «сидел» на раздаче инвестиционных ресурсов и у него была возможность административного воздействия. Принятие решений осуществлялось через «торги» между предприятием и центром. Однако предприятия в такой системе функционировали в условиях тотальной госсобственности, то есть обанкротиться они не могли, имело место мягкое бюджетное ограничение, которое и являлось главным подспорьем к разбуханию инвестиционного спроса предприятия. В ходе «торгов» государство регулировало спрос и предложение, но информационное преимущество было бесспорно на стороне предприятия. Рискованные и неэффективные инвестиции никак не карались, рыночные силы не действовали, конкуренция отсутствовала. В таких условиях необходимы были четкие шаги по усовершенствованию отношений государства и предприятий, необходима была продуманная институциональная реформа, реформа прав собственности.

В ходе реформы в 1981 г. была выпущена директива правительства о легализации индивидуального сектора, что стало первым сигналом для появления на свет финансовых операций с ценными бумагами. На 13 съезде КПК в 1987 г. объявленная концепция «начальной стадии социализма» дала идеологическую санкцию на легализацию частного сектора, после чего и были внесены поправки в Конституцию КНР, по которым частный сектор и предприятия с иностранными инвестициями были объявлены «полезным дополнением к общественному сектору».

В этот период приватизация в узком смысле, в полулегальных формах, шла вместе с приватизацией в широком смысле. Однако фактически, по документам, главным оставался госсектор, и для того, чтобы он конкурировал на равных, его необходимо было реформировать. В 1978 – 1986 гг. был задан курс на расширение хозяйственных прав предприятий: начался процесс децентрализации, увеличения хозяйственной самостоятельности предприятий; они получали возможность определять долю продукции, продаваемой на рынке, происходило снижение плановых показателей.

Вышеперечисленные особенности реформы вели к росту удельного веса кредитования, увеличению возможностей покупать товары за пределами государственного распределения. Все это так, но механизм разбухания инвестиционного спроса (что вело к росту спроса на деньги, а увеличение денежной массы влекло за собой инфляцию) и здесь имел место: реформа повысила самостоятельность предприятия, а не ответственность. Предприятия так же, как и прежде, находили поддержку в виде дешевых кредитов госбанков в случае неудачных инвестиций и нехватки ресурсов. Все это подводило к следующему этапу преобразований, что и вылилось в изменение форм подрядной ответственности на предприятиях в 1986 г., которая стала теперь трехступенчатой: государство – директор, генеральный директор – топ – менеджеры, директор – работники предприятия. Но в условиях такой реформы, если и была мотивация к внедрению инноваций, то только краткосрочная. И вот здесь как раз и произошел следующий этап реформы.

Дело в том, что если не брать в расчет существование «черного рынка» ценных бумаг, то юридически закрепленного вторичного рынка ценных бумаг в Китае до 1991 г. не существовало. Компании размещали неторгуемые акции среди лиц, имевших прямое отношение к ним. Так было в с "Шанхайским АО по производству вакуумно-электронных приборов" (январь 1987 г.) и "Шэньянским АО по производству автомобилей "Цзинь Бэй"" (июль 1988 г.).

Но 26 сентября 1986 г. Шанхайская инвестиционная компания, Промышленно - торговый Банк Китая и Департамент по ценным бумагам города Цзинань учреждают компанию «Jing An Trust», которая начала публиковать котировки ценных бумаг, знаменуя тем самым начало формирования легального вторичного рынка в КНР. На тот момент именно шанхайское и шэньчжэньское отделения Народного Банка Китая (НБК) были призваны выполнять функции регуляторов на фондовом рынке. А уже в начале 1991 г. произошли, хотя и вполне логичные, но достаточно радикальные изменения: был взят курс на акционирование предприятий. Этот этап повлек за собой окончательный выход из тени фондового рынка КНР, в нем появилась просто насущная необходимость со стороны, прежде всего, государства - для расчистки активов.

Открытие фондовых бирж в 1990 г. в Шанхае и Шэньчжене, создание центров по торговле ценными бумагами в Ухане, Шэньяне, Даляне и Тяньцзине - все это открыло путь компаниям к привлечению средств через акции и облигации. Первый вариант – это случай прямого корпоративного финансирования, второй – долгового. Стоит отметить один интересный момент: если проследить динамику соотношения акционерного финансирования и объема кредитования в 1994 – 2010 гг., то можно прийти к выводу, что в Китае кредитование является основным способом финансирования деятельности предприятия (рис. 1). Однако, как будет показано дальше на выборке из китайских компаний, само по себе долговое финансирование не стоит на первом месте в иерархии привлечения источников капитала. С другой стороны, опыт зарубежных стран свидетельствует, что механизм мобилизации инвестиций через эмиссию акций обычно складывается медленнее, чем механизм долгового финансирования. Таким образом, если смотреть на ситуацию в КНР в целом, то становится понятно, что рынок акций играет вспомогательную роль. Несмотря на все это китайский фондовый рынок развивается достаточно быстро. Однако динамика развития на каждом из этапов разная.

*Рисунок 1. Соотношение акционерного финансирования и объема кредитования в КНР, 100 млн.юаней, 1994- 2010 гг.*



*Источник: PBC Annual Report 2010*

*1990 – 1993гг.*

Первый период развития фондовых площадок Китая, 1991 - 1993 гг., можно охарактеризовать как настоящий бум в развитии фондового рынка: формировались специфические торговые механизмы, система выпуска акций, нормативно – правовая база и регулирование. Основной причиной бума было наличие свободных денежных средств у компаний. Как только у компаний появлялась свободная наличность, они тут же вкладывали ее в акции.

Если посмотреть на то, какие инструменты торговались на фондовом рынке КНР, то это были акции типа А и акции типа B. Однако был определенный всплеск интереса к акциям типа H в Гонконге. Что каждый из этих типов ценных бумаг означает? Для китайских инвесторов предназначены акции типа А. Инвесторами могут выступать: 1) государство, 2) юридические лица, 3) акции могут быть закреплены за персоналом предприятий, выпускающих эти акции, 4) акции могут выпускаться непосредственно для физических лиц. Таким образом, акции типа А, деноминированные в юанях и торгуемые только в этой валюте, выпускаются зарегистрированными на территории Большого Китая компаниями, торгуются отечественными организациями и частными инвесторами (за исключением инвесторов Гонконга, Макао и Тайваня). Акции класса B деноминированы в юанях, но торговаться могут только в американских или гонконгских долларах. Задействование этих акций стало по сути дела отправной точкой открытия рынка капитала КНР для иностранцев. Акции типа Н представляют собой акции китайских компаний, торгуемых на Гонконгской фондовой бирже.

Стоит сказать, что на тот период квоты на размещение определялись административными методами, то есть для определения цены акции коэффициент P/E (price/earnings ratio)[[38]](#footnote-38) определялся указаниями сверху. 5 декабря 1990 г. в Пекине была введена в действие Система автоматизированных котировок ценных бумаг (STAQ), разработанная и смоделированная на NASDAQ (НАСДАК), что стало первым в истории КНР вторичным рынком, где агенты-инвесторы были соединены компьютерной сетью.

Однако на идеологическом и политическом уровнях консервативно настроенные политики выдвигали свои доводы против всей этой затеи с фондовыми рынками, играя на идеологическом противостоянии плановой и рыночной экономики. В феврале 1992 г. Дэн Сяопин положил конец всему этому, произнеся свою знаменитую речь во время путешествия по югу Китая. Он живо и четко описал успехи реформ в финансовом секторе экономики и объявил курс на дальнейшее развитие рынка ценных бумаг. Стоит также отметить, что снижение политических рисков дало еще один толчок к росту фондового рынка, в этой связи стоит более подробно остановиться на главных трех элементах: изменениях в системе IPO, вторичном рынке и системе регулирования фондового рынка.

Сама по себе модель фиксированного ценообразования на акцию предполагает, что регулятор сам определяет коэффициент P/E (price to earnings ratio) и затем умножает его на среднее по выручке компании за последние три года. Но и здесь было не все так просто: коэффициент варьировался в рамках от 15 до 20 юаней на акцию[[39]](#footnote-39), и при этом не делалось различий между компаниями на грани банкротства и процветающими компаниями. В условиях того, что акции торговались с дисконтом ( то есть предлагаемая цена покупки акции была ниже номинала), сразу появилось огромное количество желающих войти на первичный рынок. Безусловно, такого простого механизма установления цен было недостаточно, и в 1992 году в Шанхае и Шэньчжэне стали выпускать акционерные сертификаты[[40]](#footnote-40), перекликающиеся по своему значению с акциями на предъявителя (варранты на акцию)[[41]](#footnote-41), которые распределялись во время аукциона, а владелец, соответственно, получал право на покупку акции компании при первичном размещении этой самой компании. Стоит отметить, что в 1992 году в Шанхае было выпущено 2.07 млн. сертификатов, по 30 юаней каждый. По самым смелым подсчетам каждый сертификат принес своему владельцу примерно по 200 тыс. юаней прибыли, что было первым «золотым взрывом» на фондовом рынке КНР. Однако раздувшаяся коррупция и взяточничество вынудили правительство временно ввести лимит на операции с акционерными сертификатами.

*1994 – 1997 гг.*

Второй период развития фондового рынка начался с того, что в 1994 г. на Шэньчжэньской фондовой бирже была введена электронная подписка на покупку акций по фиксированной цене. В данном случае, продавец назначает цену акции по модели фиксированного ценообразования с использованием коэффициента Р/E. Инвесторы, в свою очередь, заявляют количество акций, которое они готовы купить по заданной цене. Ограниченность такого подхода очевидна: аукцион не несет в себе эффективного распределения ресурсов, так как не показывает реального соотношения цены спроса и предложения.

Видя несбалансированность и опасность сбоя еще начиная с 1991 г., Госсовет КНР определял квоту на число компаний, которые могут пройти листинг. Тот, кто проходил все процедуры аудита и оценки, записывался в лист ожидания. Таким образом осуществлялось регулирование рынка.

Процедура выхода на первичный рынок достаточно четко впитала в себя проблемы того времени: неэффективное распределение ресурсов, фиксированные, а не рыночные цены на акции, доминирование госкомпаний, которые вели крайне рискованные операции, зная, что государство всегда им поможет.

Однако уже в конце 1993 г. появились первые признаки возможных проблем: в Китай была крайне сильно разогрета экономика. Начиная с конца 1993 г. и по середину 1996 г. в КНР наблюдался период высокой инфляции, последовали меры жесткой монетарной политики, резко повысились процентные ставки, и индексы начали сползать вниз.

Одним из важнейших актов, составляющих нормативную базу китайского рынка ценных бумаг, принятым на этом этапе, был Закон КНР «О компаниях», вступивший в силу в 1994 г. В нем особое внимание уделяется выпуску акций и облигаций, предъявляются требования к оформлению акций, к процедуре эмиссии, описывается процесс передачи акций. Например, по закону после принятия решения о выпуске акций, компания должна обратиться за разрешением в Комиссию по управлению и контролю за ценными бумагами (КУКЦБ)[[42]](#footnote-42). В законе также перечисляются ситуации, когда КУКЦБ может приостановить ведение сделок с акциями компании. Такие меры могут быть приняты, если компания предоставляет ложную информацию о своих финансовых и бухгалтерских отчетах, если она допустила серьезное нарушение законодательства, если в течение трех лет несет убытки. Если вышеизложенные нарушения не удается устранить в течение установленного периода времени или если компания объявляет себя банкротом и объявляет о прекращении своей деятельности, то Комиссия принимает решение о прекращении рыночных операций с ее акциями[[43]](#footnote-43).

*1997 – 2000 гг.*

Третий период развития фондового рынка начался с Азиатского кризиса 1997 г., который внес свои коррективы. В период до 1999 г. на Шанхайской и Шэньжэньской биржах динамика курсов акций была крайне волатильной. Если в период до 1993 г. рост мог составлять до 126%, то в этот период индексы могли сползти за несколько месяцев до своего годового минимума, а затем резко взлететь на 100 -110%[[44]](#footnote-44).

Китайские чиновники серьезно опасались за устойчивость финансовой системы: банки, страховые компании, трасты, фондовый рынок – все они находились под угрозой прекращения функционирования. Здесь необходимо было государственное вмешательство, и оно последовало. В марте 1997 года правительство решило разделить различные отрасли финансового сектора. Коммерческим банкам запрещалось вести операции на фондовом рынке, а с мая того же года госкомпании получили запрет на инвестиции в фондовый рынок в целях предотвращения любого кризиса, в том числе неплатежеспособности, в финансовом секторе. Сама по себе эта мера наводит на мысль о том, что государство открыто объявило о неэффективном управлении в госкомпаниях.

Начиная с 1997 г. было опубликовано свыше 100 законов и нормативных актов, регулирующих деятельность участников фондового рынка. Среди них можно отметить Закон КНР «О ценных бумагах» (1998)[[45]](#footnote-45). Именно он определил права и обязанности участников фондового рынка, требования к компаниям, ведущим операции с ценными бумагами, объем собственных средств, которым эти компании должны обладать ( в зависимости от рода деятельности на фондовом рынке это или 50 млн. юаней, или 100 млн. юаней). В законе много сказано об инсайдерских сделках, определен круг наказаний за совершение оных. В 1997 г. на заседании Госсовета КНР по вопросам развития финансового сектора было решено ликвидировать коммерческие центры по торговле ценными бумагами в Шэньяне и Ухане и других городах, кроме Шанхая и Шэньчжэня, упростив тем самым многоуровневую систему фондового рынка Китая.

Стоит также отметить, что до 1998 г. в КНР существовало сразу несколько органов, осуществлявших контроль за рынком ценных бумаг: Комиссия Госсовета КНР по ценным бумагам и ее исполнительный орган КУКЦБ, Министерство финансов, Народный Банк Китая и некоторые другие. Очевидно, что была полная неразбериха относительно того, кто за что отвечает. В ноябре 1998 г. указом Госсовета КНР все функции по управлению и надзором за рынком ЦБ были переданы Комиссии по управлению и контролю за ценными бумагами КНР. В таком виде система функционирует и сейчас.

Несмотря на то, что общий тренд этого этапа был связан с усовершенствованием законодательной базы, Комиссия и Госсовет КНР осуществляли постоянные интервенции на рынке, дабы стабилизировать обстановку и не давать панике с азиатских площадок перекинуться на Китай, а также предотвратить попадание на рынок «горячих долларов». Китаю удалось устоять в этот период, и прежде всего из – за неконвертируемости юаня, что не позволило структурным проблемам стран ЮВА и стран Запада «взорвать» фондовые площадки КНР. SCI (индекс Шанхай Композит) удерживался на уровне в 1300-1400 пунктов[[46]](#footnote-46).

 В 1997 г. Комиссия выпустила положение, по которому одной из функций фондового рынка КНР стало привлечение кредитных средств под залог акций госкомпаний, что, по задумке, способствовало бы расчистке «плохих долгов» и укреплению корпоративного менеджмента. Однако уже в 1999 г. стало понятно, что такой подход был неэффективен. Низкий уровень внутреннего спроса никак не мог способствовать выходу экономики из дефляции после Азиатского кризиса 1997 г., вдобавок к этому высокий процент неработающих кредитов в банковской сфере, вызванный провальными результатами деятельности госкомпаний и, как следствие, их неплатежеспособностью по взятым кредитам, вынудил государство в очередной раз вмешаться в ход событий. Было объявлено, что для повышения ликвидности своих средств госкомпании должны были выйти на рынки капитала, что, в свою очередь, должно было способствовать очередному расширению фондового рынка.

В мае 1999 г. ряд хорошо информированных крупных инвесторов начал скупать большие партии акций на рынке, что повлекло за собой резкий скачок цен этих акций и потянуло за собой рост SCI. С июня 1999 г. госкомпаниям опять разрешено было участвовать в торговле акциями, а с октября страховые компании получили право на участие в торгах косвенно через инвестиционные фонды. 14 февраля 2000 г. Комиссия утвердила механизм открытого распределения акций по подпискам, что открыло дорогу на рынок спекулятивному капиталу.

Интересно отметить, что несмотря на общий рост котировок прибыль на акцию имела тенденцию к снижению. Проблема несбалансированности показателей, вызванная долговыми проблемами ряда крупных эмитентов, решалась по – хитрому: компания, которая не могла по ряду причин пройти на биржу, поглощала другую, которая уже разместила свои акции. Данная процедура сулила большие прибыли на вторичном рынке, но и риски были крайне высоки.

Итак, если подводить промежуточные итоги, то можно отметить два основных момента: во – первых, в Китае в рассмотренный период времени начал формироваться механизм прямого корпоративного финансирования для корпораций. Однако несмотря на то, что выход на биржу должен носить чисто рыночный характер, в Китае этот механизм сильно подвержен государственному вмешательству, что создает дисбалансы при перераспределения ресурсов на финансовых рынках. Получается, что существует ряд институциональных ограничений, которые не позволяют фондовому рынку выполнять весь спектр своих функций. Во – вторых, перераспределение прав собственности от государства к внешним акционерам проходило относительно медленно, но такой переход быстрым и не мог быть по определению, необходим был определенный период адаптации к новым правилам, новым финансовым институтам.

*2001 – 2007гг.*

Этот этап развития фондового рынка КНР начался с вхождения КНР в ВТО (Всемирная Торговая Организация). В период с 2000 по 2001 гг. был всплеск на рынке, вызванный ожиданиями данного события, открытия иностранных рынков для китайцев и внутреннего рынка для иностранного капитала.

Стоит отметить, что до февраля 2001 г. акции класса В были доступны только иностранным физическим и юридическим лицам, и китайцам, проживающим на территории зарубежного государства. В такой ситуации власти использовали тактику постепенных изменений. В феврале 2001 г. сделан первый шаг в преодолении сегментации: доступ к операциям типа B получили китайские инвесторы, физические лица, которые имели для этого накопления на валютных депозитах. С середины 2002 г., в соответствии с обязательствами перед ВТО, было разрешено создание инвестиционных фондов как СП с иностранными инвесторами, и им было разрешено работать с акциями типа А. С конца 2002 г. стала существовать система QFII (Qualified Foreign Institutional Investors, Квалифицированные иностранные институциональные инвесторы). В рамках определённых квот иностранные инвесторы могут получить лицензию такого типа и работать с акциями A и на рынке облигаций.

В мае 2005 г. власти решились и санкционировали продажу пакетов, находящихся в госсобственности. Общая стоимость госпакетов оценивалась в 250 млрд. долл. США. КУКЦБ определила несколько компаний для пилотного проекта по ликвидации неторгуемых акций, устранению всякого рода нелегальных операций по ним. Главная проблема, которую надо было решить при осуществлении реформы - это компенсация уже имеющимся частным миноритариям, потому что у них могли возникнуть потери из-за снижения курсов акций вследствие увеличения предложения. По сути компания могла купить эти акции только при условии, что 2/3 держателей торгуемых акций будут согласны с решением о подобной покупке, причем акционерам предлагалось в качестве компенсации бонусная эмиссия, или же наличные выплаты в рамках, определяемых между Советом директоров и самим акционером.

В июне того же года комиссия решила распространить этот проект на еще 42 компании, однако акционерам предлагались еще более выгодные условия взамен на согласие покупки неторгуемых акций: во – первых, были увеличены наличные выплаты, во – вторых был введен ряд производных финансовых инструментов (деривативов), чтобы диверсифицировать риски от ценовых колебаний подобных акций[[47]](#footnote-47). Это стало еще одним шагом в сторону совершенствования механизмов корпоративного финансирования.

Ещё один принципиальный шаг - с 31 января 2006 г. иностранным инвесторам было разрешено напрямую (без QFII и инвестиционных фондов) покупать акции типа А, но при соблюдении определённых условий: они покупают не менее 10% акций компаний и не будут продавать акции в течение 3 лет (т.е. если они выступают в качестве стратегических инвесторов).

Первоначальное влияние распродаж на индексы было негативным, но с начала 2006 г. наметились признаки перелома тенденции, а с осени 2006 г. начался небывалый бум. Прежний исторический максимум Шанхайского индекса был зафиксирован в июне 2001 г. и составлял порядка 2500 пунктов. В середине 2005 г. индекс колебался ниже отметки 1000, а в ноябре 2007 г. превышал 6000[[48]](#footnote-48). Чем был вызван этот бум?

Велик соблазн связать это с успехом реформы. Определённое воздействие реформа оказала, но такое объяснение динамики в 2006-2007 гг. может быть только частичным. Непропорционально большое влияние оказали произошедшие за предыдущие годы размещения акций крупных компаний, а этому способствовали особенности калькуляции фондовых индексов в КНР. Доля отдельной компании в совокупном индексе определяется исходя из совокупной капитализации этих компаний, то есть с учётом номинально выпущенных акций, но остающихся в государственной собственности. Таким образом, учитывается не стоимость фактически торгуемых акций, а совокупная капитализация компаний. Когда Промышленно-торговый Банк Китая разместил акции, то номинально было выпущено 334 млрд., и только 6,8 млрд. продавались и покупались. Если бы индекс рассчитывался по фактически торгуемым акциям, то доля банка была бы 2%, но учитываются все акции, поэтому его доля близка к 20%. Как следствие, ажиотаж вокруг ограниченного числа акций крупнейших компаний тянет за собой вверх фондовый индекс. В период бума росли акции 20% компаний, а 80% - падали.

Рынок нагревался также из-за притока спекулятивного капитала, привлекаемого в ожидании ревальвации юаня. Другая причина - нехватка ликвидных акций : спрос - большой, а предложение - узкое.

*2007 – 2013 гг.*

С середины 2007 г. власти стали охлаждать рынок. В 2007 г. также началось новое ускорение инфляции, поэтому повысили процентные ставки. В мае был увеличен гербовый сбор, взимаемый со стоимости операций с ценными бумагами с 0,1% до 0,3%.

В конечном счёте на охлаждение рынка повлиял ипотечный кризис в США. Волны нестабильности захватили и КНР тоже. С ноября 2007 г. индексы пошли вниз, и к осени 2008 г. Шанхайский индекс снизился до отметки в 2000.

В сентябре 2008 г. государственная инвестиционная компания «Хуэйцзин» осуществила покупку акций Промышленно – торгового банка Китая, Банка Китая и Строительного Банка Китая. Комитет по управлению госимуществом рекомендовал предприятиям центрального подчинения выкупить часть их акций, которые находятся в свободном обращении (buy-back). Был введён мораторий на новые первичные размещения, который действовал с сентября 2008 г. по июнь 2009 г. Были осуществлены меры налогового стимулирования: с 2008 г. гербовый сбор опущен обратно до 0,1%, а осенью 2008 г. методика взимания гербового сбора изменилась таким образом, что его должны платить только те, кто уступает ценные бумаги, а получатели - нет. В октябре 2008 г. было временно приостановлено взимание личного подоходного налога с инвесторов на рынке ценных бумаг.

С конца 2008 г. и до осени 2009 г. рынок шёл вверх. Видимо, это было связано с несколькими факторами:

• оживление экономического роста и повышение рентабельности предприятий в результате антикризисной политики;

• мягкая денежная политика, способствовавшая улучшению финансовых показателей банков, а на банковские акции приходится порядка 1/3 капитализации всего рынка акций типа А;

• государственные средства, выделенные на стимулирование экономики, в определённой части попали не в реальный сектор, а выплеснулись в спекуляциях на фондовом рынке. По некоторым оценкам, 20% кредитов, которые выдали банки в качестве антикризисной меры, было пущено на операции с акциями.

В целом, за последние годы возросло влияние иностранного капитала на фондовом рынке, и сам китайский фондовый рынок оказывает воздействие на динамику финансовых показателей в мире. Такая ситуация подталкивает китайский фондовый рынок к дальнейшей диверсификации.

4 декабря 2011 г. Было официально объявлено о начале пилотного проекта по внедрению механизма RQFII ( RMB qualified foreign institutional investors/ Юаневые квалифицированные иностранные институциональные инвесторы).[[49]](#footnote-49) В отличие от QFII, новый механизм предусматривает допуск на китайский фондовый рынок зарубежных институциональных инвесторов с юаневой квотой инвестирования средств, полученных на Гонконгской фондовой бирже, до 20 млрд. Идея была озвучена еще в августе 2011 г. И уже тогда привлекла внимание участников фондового рынка.

Как сказано в заявлении НБК, институциональным инвесторам по этой программе необходимо открывать или обычные депозитные счета в банках Китая, или же специальные, т.е. это возможность для коммерческих банков КНР выступать в качестве посредников, агентов между инвесторами и межбанковским рынком облигаций (settlement agent). Причем для коммерческих банков, где хранятся средства инвесторов, участвующих в пилотном проекте, никаких «поблажек» не делается: они также обязаны выполнять все требования НБК.

Для инвесторов, которые до участия в программе получали свой доход на Гонконгской бирже, было два условия: если они инвестируют в акции и фонды акций, то вложенные средства не должны быть больше, чем 20% от полученной суммы в Гонконге. Если же инвестиции будут направлены в бумаги с фиксированным доходом, то можно будет использовать не более 80% от этой суммы. В любом случае опасения у китайских регуляторов присутствуют: слишком велик риск вздутия очередного «пузыря». Но здесь может скорее «сыграть» позитивная сторона: инвесторы будут пробовать рынок и инвестировать в высоколиквидные акции крупных компаний, и на этом фоне представляется крайне интересным понаблюдать за движением ETF (Exchange Traded Fund)[[50]](#footnote-50): операции с ETF в отличие от ПИФов можно проводить как с обычными акциями, а цена на них меняется в течение дня, основываясь на активности участников рынка. В условиях, когда ETF представляет собой средневзвешенный индекс, посчитанный с учетом пакета индексов нескольких компаний, входящих в него, имеет место диверсификация рисков, что может быть использовано как раз для «прощупывания почвы» инвесторами.

Реорганизация сектора компаний по ценным бумагам, проведенная в ходе 11-й пятилетки (2006 – 2010 гг.), повлекла значительное улучшение их финансовых и корпоративных показателей. Произошел существенный рост доходов. Однако, с другой стороны, комплексное упорядочение в данной отрасли привело не только к практическому устранению накопленных рисков, но и к созданию системы, предупреждающей их появление. Это сделало возможным стабильное, контролируемое развитие сектора. Но несмотря на это компании по ценным бумагам в КНР еще далеки от оптимального объема участия на рынке, хотя вследствие реорганизации и рекапитализации их способность к финансированию значительно возросла. Так, по данным китайской статистики на конец 2009 г. в КНР насчитывалось 106 компаний по ценным бумагам с общим объемом активов 2,03 трлн. юаней (на конец 2007 г. было 1,73 трлн. юаней) при чистых активах 483,9 млрд. юаней и собственным капиталом 383,2 млрд. юаней (на конец 2007 г. - 297 млрд. юаней).[[51]](#footnote-51)

В целом, бурное и активное развитие институтов фондового рынка КНР сыграло свою «злую шутку»: фондовые площадки начали зависеть серьезным образом от иностранных инвесторов, от движения спекулятивного капитала. Действия регулирующих органов, направленные на «охлаждение» рынка, не всегда приводили к нужным результатам. Но нельзя не отметить и определенные позитивные моменты: идет движение к сбалансированной модели фондового рынка в КНР, происходит формирование нормативной базы, расширение пакета финансовых инструментов в руках иностранных инвесторов на фондовых площадках Поднебесной. Если так, то должен формироваться ряд финансовых механизмов, способствующих развитию прямого корпоративного финансирования в Китае, при условии наличия объективных институциональных ограничений.

2*. Современная институциональная структура фондового рынка КНР*

*Шанхайская фондовая биржа (ШФБ)*

ШФБ является самой крупной биржей материкового Китая по основным финансовым показателям (количество компаний, прошедших IPO, рыночная капитализация, коэффициент «цена – прибыль», количество торгуемых акций, суммарная стоимость торгуемых ценных бумаг и т.д.) [[52]](#footnote-52), которые больше, чем у Шэнчжэньской фондовой биржи.[[53]](#footnote-53) ШФБ является некоммерческим институтом под надзором КУКЦБ. Основными задачами ШФБ является обеспечение прозрачной, открытой, защищенной от инсайдерских сделок и прочих правонарушений фондовой площадки с целью совершения операций с ценными бумагами.

На конец 2010 г. на Шанхайской фондовой бирже листинг прошли 994 компании и 1500 ценных бумаг. Рыночная капитализация составила 17 трлн. юаней на конец 2010 г. Благодаря полнейшей автоматизации и сетевому обмену данными (происходит 18 тыс. трансакций в секунду) на ШФБ происходит ежедневный оборот по акциям, который составляет 10.7 млрд. акций, а в стоимостном выражении – 127 млрд. юаней. Рыночная стоимость акций на ШФБ к концу 2010 г. составила 14.3 трлн. юаней, что больше, чем общая рыночная стоимость торгуемых акций на ШФБ и Шэньчжэне в 2009 г. ( тогда она составила 14.2 трлн. юаней)[[54]](#footnote-54). Среди торгуемых ценных бумаг выделяются казначейские облигации ( 749 млрд. юаней) и акции (3.04 трлн. юаней).

Судя по заявлениям Гэн Лина, президента ШФБ, в скором времени ожидается появление новой площадки: международной площадки по торговли акциями, деноминированными в юанях (RMB International Board). Идея была выдвинута в марте 2012 г. и заключается в том, чтобы наделить международные компании правом выпускать акции деноминированные в юанях на ШФБ и продавать их по подписке локальным инвесторам. Помимо этого, на такой площадке можно будет вторично размещать ценные бумаги тем китайским компаниям, чьи акции считаются высоколиквидными на Гонконгской фондовой бирже, например, «Чайна Мобайл» ( China Mobile) или «Китайская национальная офшорная нефтяная компания» (CNOOC). В апреле 2012 г. свою заинтересованность в размещении юаневых акций высказали немецкий автоконцерн «Вольксваген» (Wolksvagen), американские корпорации «Дженерал Электрик» (General Electric, GE) и «Кока – Кола» (Coca – Сola)[[55]](#footnote-55).

 *Шэньчжэньская фондовая биржа*

Шэньчжэньская фондовая биржа - это вторая по значимости фондовая биржа КНР. Ее особенностью является близкое расположение к Гонконгу, финансовому центру Азии. Изначально Шэньчжэньская биржа рассматривалась как региональная, позднее она переквалифицировалась в общенациональную, став важнейшим финансовым институтом по аккумулированию капитала китайских и зарубежных инвесторов. Шэнчжэньская фондовая биржа серьезно уступает Шанхайской по многим аспектам. Но вот что интересно: по уровню технического оснащения Шэньчжэньская биржа превосходит Шанхайскую. Например, у Шанхайской биржи выход на зарубежные прямые он - лайн трансляции есть только через 200 различных поставщиков телекоммуникационных услуг, а у Шэньчжэньской – через 1000. В Шэньчжэне ежесекундный максимум по сделкам не может превышать 23 тыс. сделок, в то время как в Шанхае, напомним, сеть выдерживает только 18 тыс. сделок. На Шэньчжэньской фондовой площадке на конец 2010 г. листинг прошли 1169 компаний, а их общая рыночная капитализация составила 8,3 трлн. юаней ( 50% рост по сравнению с 2009 г.)[[56]](#footnote-56).

Помимо основной площадки на Шэньчженьской фондовой бирже существуют две другие: первая создана для средних и малых предприятий (SME Board), вторая для высокотехнологичных компаний (ChiNext), она получила негласное название китайской NASDAQ. Обе они появились как продолжение политики КУКЦБ, направленной на поддержку малых и средних предприятий и стартапов при привлечении внешних средств. По состоянию на 2009 г., листинг на SME Board прошли лишь 50 компаний, а на конец 2010 их число увеличилось до 531 с капитализацией в 3.5 трлн. юаней. Что касается ChiNext, то, открывшись в 2009 г., она сразу привлекла 29 компаний из различных технологических отраслей, к концу 2010 г. листинг смогли получить уже 153 компании, а их рыночная капитализация превысила стоимость акционерного капитала более чем в 40 раз. Коэффициент P/E составил 72,5, что свидетельствует о крайней переоцененности компаний – эмитентов на этом рынке. [[57]](#footnote-57)

*Рисунок 2. P/E для акций класса А, SME Board и ChiNext, 2010 г.*



*Источник: People’s Bank of China Annual Report 2010*

На первый взгляд, нет ничего странного в том, что коэффициент цена – прибыль растет опережающими тепами для ChiNext: инвестиции в компании, представленные на ChiNext, относятся к венчурным, таким образом, компании прошедшие листинг, по идее должны, показывать долгосрочный рост, иначе риск от вовлечения в такое предприятие перевешивает ожидаемую выгоду. Но если заглянуть в финансовую отчетность за 2010 г. хотя бы одной высокотехнологичной компании, то можно сказать, что все не совсем так. В первой половине 2010 г. чистая прибыль 117 компаний, прошедших листинг на ChiNext, составила 3.435 млрд. юаней. Среди них у 105 компаний в 2010 г. наблюдался рост чистой прибыли в 25-27%, что намного меньше чем в 2009 г., где рост составил чуть больше 47%, и вдобавок ко всему еще и меньше, чем средние показатели роста для компаний (46%) , прошедших листинг на рынок акций класса А[[58]](#footnote-58). Вряд ли эти факты можно связать с волатильностью рынка, скорее это напоминает надувание пузыря доткомов в США[[59]](#footnote-59) (1995 – 2001гг.).

*Комиссия по управлению и контролю за ценными бумагами (КУКЦБ).*

КУКЦБ – это главный контролирующий орган на рынке ценных бумаг КНР. В КУКЦБ входит 13 департаментов, 3 подчиненных исследовательских центра и один специальный комитет. КУКЦБ имеет 10 региональных представительств и офисы в каждой из провинций. КУКЦБ обязана следить за соблюдением всех установленных прав и норм, должна разрабатывать политику по достижению сбалансированного и стабильного развития фондового рынка Китая. Ввиду того, что КУКЦБ может штрафовать и наказывать за нарушение установленных законов, касающихся рынка ценных бумаг, в ее обязанности также входит проверка всех финансовых посредников на фондовом рынке Китая, всех финансовых институтов, от частных инвесторов до многомиллиардных фондов. Также КУКЦБ координирует действия всех органов контроля и управления акциями и фьючерсами в КНР.

У КУКЦБ две главные задачи: развитие и оздоровление фондового рынка. Решаются они сразу несколькими методами. Во – первых, КУКЦБ следит, чтобы фондовый рынок не терял своей главной роли как аккумулятора сбережений и трансформации их в инвестиции. Прежде всего, это касается китайских государственных компаний, которые проходят через процедуру акционирования, для реструктуризации системы корпоративного управления. Во – вторых, для оздоровления рынка КУКЦБ проводит политику по увеличению его транспарентности наряду с укреплением именно рыночных механизмов.

КУКЦБ часто обвиняют в том, что она является чисто политическим органом и не несет в себе никакой конструктивной экономической и финансовой силы, нарушая баланс на рынке и уничтожая механизмы, при которых рынок самостоятельно приходит в эффективное равновесие. Однако вместе с приближением китайского рынка ценных бумаг к мировым стандартам, безусловно, изменения в сторону улучшения происходят и в сфере управления и надзора за финансовыми инструментами, и как кажется, этот факт очевиден.

*Инвесторы*

Как было показано выше, в Китае система фондового рынка остается многоуровневой. Такая многоуровневая система обуславливает наличие сразу нескольких видов инвесторов: отечественные индивидуальные инвесторы, отечественные институциональные инвесторы и иностранные инвесторы.

Отечественные индивидуальные инвесторы

После появления фондового рынка и по сей день в КНР отечественные индивидуальные инвесторы являются самой большой в количественном выражении группой инвесторов. Общее число инвесторов в КНР на ШФБ в 2011 г. составило 105.4 млн, среди которых 75.8 млн – это отечественные индивидуальные инвесторы, а 29.6 млн – отечественные институциональные инвесторы, примерно такая же пропорция на Шэньчжэньской фондовой бирже. Однако несмотря на это соотношение, общая инвестиционная мощь у институциональных инвесторов намного больше: в их руках больше средств, финансовых инструментов и возможностей спекуляции.

Отечественные институциональные инвесторы

Отечественных институциональных инвесторов можно поделить на следующие типы: 1) государственные и частные предприятия; 2) частные акционерные фонды; 3) специализированные управляющие компании и 4) котируемые компании.

Относительно первого типа можно отметить, что в Китае формально у частных фирм не существует преград для инвестирования в ценные бумаги. На деле же упирается это все в бюрократические проволочки, порой проблемы с властью и судебными разбирательствами, если истцом выступает, скажем, госкомпания. Оба вида компаний могут инвестировать в акции типа А и В, им запрещено инвестировать в акции класса Н. Но в любом случае, все это лишь на бумаге: на деле же китайские компании, используя нелегальные методы, инвестиционные фонды, махинации с вывозом капитала и обратным ввозом, делают вложения в Н акции, но уже в качестве портфельных инвестиций в Гонконг.

Если анализировать частные акционерные фонды, то стоит отметить, что до середины 2001 г., когда произошел обвал фондового рынка в КНР, именно этот тип инвесторов был основной направляющей «теневой» силой. В качестве управленцев сидели те, кого компании или специально направляли на Запад на учебу, или же те, кого переучивали уже на месте. Денежные средства на выполнение своей деятельности они получали или от госкомпаний, чьи действия были ограничены существующими рамками закона, при условии отчисления части прибыли, как правило, в качестве добровольных пожертвований, или от коммерческих банков, через «черные» схемы.

После принятия Закона КНР «Об инвеcтиционных фондах» в 2003 г. количество специализированных управляющих компаний резко возросло. Влияние закрытых и открытых фондов на структуру и изменения вторичного рынка возросло многократно. На 2010 г. всего насчитывалось порядка 78 компаний, управляющих 89 закрытыми фондами и 154 открытыми[[60]](#footnote-60). Как показала практика, эти фонды позволяют китайским инвесторам осуществлять инвестиции за рубеж. Первый такой фонд начал работу в конце 2010 г., и он вкладывался в акции гонконгских компаний. За последние годы на ШФБ наблюдался рост сектора биржевых фондов - их активы достигли 50 млрд. юаней. КУКЦБ планирует запуск новых индексов, которые лягут в основу расчета стоимости биржевых фондов. В ноябре 2010 г. начался расчет индекса "SSE 380 Index", в составе которого - развивающиеся и быстрорастущие компании, потенциальные "голубые фишки" (устойчивые, высоколиквидные акции компаний). Вместе с уже действующими индексами SSE 180 и SSE 50 он составит сегмент индексов "голубых фишек" на Шанхайской фондовой бирже[[61]](#footnote-61).

Последний тип инвесторов в этой группе, котируемые компании, вообще представляется крайне интересным субъектом. Эти компании используют полученный доход от размещенных ценных бумаг не столько на свой основной вид деятельности, будь - то металлургия или энергетика, а непосредственно на операции с этими же бумагами на вторичном рынке. Итак, получается, что у этих компаний выделяется два варианта получения прибыли: во – первых, они могут скооперироваться с частными акционерными компаниями и получать огромную прибыль со вторичного рынка, где они используют инсайдерскую информацию и беспрепятственно манипулируют ценами на свои акции. Во – вторых, такие компании могут обратиться к специализированным управляющим компаниям и косвенно участвовать в сделках. После 2004 г., когда вышли поправки в Закон КНР «О ценных бумагах», КУКЦБ запретила первый вариант, назвав его нелегальным и «разрушающим институциональную структуру фондового рынка КНР», назначив за нарушение не только крупный штраф, но и уголовную ответственность, после чего операции по этим схемам значительно снизились в объеме.

Иностранные инвесторы

Всего существует 4 способа доступа иностранных инвесторов на китайский фондовый рынок, и это, соответственно, разделяет их на некоторые подтипы:

1. Обычные индивидуальные инвесторы могут вкладывать свои средства только в акции класса B в материковом Китае и акции класса Н в Гонконге. Именно на эти два класса и приходится больше всего иностранных инвесторов. Их доля в общем числе инвесторов позволяет говорить, что фондовый рынок КНР еще в значительной мере закрыт от иностранцев[[62]](#footnote-62).
2. Механизм QFII, введенный в силу в 2002 году, и позволяющий инвесторам вкладывать в акции класса А, конвертируемые облигации и казначейские векселя, с установленной КУКЦБ квотой. Проект был запущен как пилотный, но свои результаты он дал. Как следующий этап открытия фондового рынка КНР был внедрен механизм RQFII, на который инвесторы и аналитики возлагают большие надежды. Среди QFII находятся крупнейшие инвестиционные банки и компании, такие как Morgan Stanley & Co, UBS Limited, Deutsche Bank Group, JPMorgan Chase, Barclays Bank PLC, HSBC Limited и несколько других игроков.
3. Создание совместных компаний на китайском и иностранном капитале является также одним из способов вовлечения иностранцев в участие на фондовых площадках Поднебесной.
4. Одним из самых интересных вариантов выхода на китайские фондовые биржи является ситуация, когда иностранная компания выкупает китайскую публичную компанию ( buy – out). В ноябре 2002 г. Китай объявил о начале продажи акций государственных компаний в руки иностранного капитала, что сразу повлекло огромное количество сделок. Первым стал выкуп Malaysian Sunpson 110 акций у обращающейся на Шэнчжэньской фондовой бирже Sai Ge San Xing.

С учетом вышеперечисленных структурных и институциональных особенностей, становится понятно, что любая стратегия финансирования ограничена определенными рамками: существует ряд правил и механизмов, за которые нельзя переходить. Эти правила должны быть закреплены законодательно, иначе они не имеют смысла. Законы регулируют торговые площадки, откуда можно брать капитал, финансовые структуры, которые занимаются обслуживанием этого капитала и, наконец, финансовые инструменты, которые позволяют этот капитал получить. Законы же должны являться ответом на объективную необходимость принятие тех или иных мер правительством или регуляторами. В Китае относительно фондового рынка такой порядок вещей в целом сохраняется. Но именно те особенности, которые мы разобрали, дают полное основание полагать, что решения по финансированию, принимаемые компаниями, вряд ли поддаются четкому и выверенному анализу. Можно предположить, что особенности соотношения инструментов акционерного финансирования в таком случае вносят значительный вклад в политику принятия решений о финансировании со стороны китайских компаний.

*3. Инструменты акционерного финансирования на фондовом рынке КНР*

У китайских компаний есть 4 варианта получения акционерного финансирования: выпуск акций типа А, B, H или Американских депозитарных расписок (АДР) при размещении на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) или НАСДАК (NASDAQ).

 Компания, которая хочет публично разместить акции типа А, обязаны подать сначала заявку в Комиссию по управлению и контролю за ценными бумагами, которая уже на основе требований установленных в Законе КНР «О компаниях», Законе КНР «О ценных бумагах» и некоторых других нормативно – правовых актов, постановляет о соответствии эмитента всем необходимым требованиям. КУКЦБ в отношении эмитентов акций класса А установил еще в 2006 г. ряд целей:

1. установление жестких принципов корпоративной отчетности, максимально приближенной к мировой практике;
2. повышение собственной ответственности предприятий и привлечение независимых аудиторских компаний, для оценки финансового состояния компаний;
3. повышение транспарентности отчетности и методов ведения бизнеса для компаний.

На январь 2007 г. была обозначена цель перехода китайских компаний, котирующихся на внутренних биржах, на МСФО. KPMG и PwC увеличивали штат своих сотрудников ввиду грядущих перемен и вполне обоснованного ожидания ажиотажного спроса на их услуги, как одних из мировых лидеров, наряду с Deloitte и Ernst&Young, по предоставлению аудиторских услуг. Но МСФО в КНР до сих пор еще не внедрены среди китайских компаний.

Переходя от фактов к цифрам, стоит отметить три возможные причины, при которых может произойти выпуск акций класса А. Во – первых, для инициирования создания смешанных закрытых компаний, через выпуск акций данного типа, что служит каналом финансирования. Основатель компании удерживает часть акций на руках, а остальную часть размещает на бирже. Такой вариант публичного размещения, должен соответствовать критериям, прописанным в Законе КНР «О компаниях», среди которых можно выделить то, что количество учредителей подобных компаний должно быть не меньше двух, но не больше 200, головной офис обязан находиться в Китае, а общее количество акций на руках должно быть не меньше, чем 35% от общего количества выпущенных акций. Во – вторых, IPO акций класса А может произойти уже после учреждения компании, но для этого согласно 13 статье Закона КНР «О ценных бумагах»[[63]](#footnote-63), IPO должно соответствовать ряду условий, среди которых:

1. четкая и хорошо функционирующая организационная система;
2. компания должна показывать прибыль на протяжении не менее 3 лет в условиях существующей финансовой и экономической обстановки;
3. компания не должна быть замешана ни в каких махинациях, сокрытии прибылей, уклонении от уплаты налогов на протяжении последних 3 лет.

Ну и, наконец, третья причина, это выпуск прав, или, по - другому, выпуск новых акций, предлагаемый акционерам компании по более низкой цене, чем рыночная.

Компании, прошедшие листинг в КНР, в 2010 г. выпустили 561 млрд. акций класса А, получив с этого свыше 9.6 трлн. юаней. Что касается настоящего момента, то в течение 2010 – 2012 гг. оценки акций класса А были достаточно стабильными. Коэффициент P/E для акций типа А составлял на конец 2011 г. 20.09 процента, что на 42 % ниже, чем показатель в 34.46 %, который наблюдался на конец 2010 г.[[64]](#footnote-64)

Помимо акций типа А, существуют акции типа B. Рынок данных акций был закрыт до 2001 г. для отечественных инвесторов. Это, несомненно, сжимало возможности корпораций по привлечению средств. В феврале 2001 г. Госсовет КНР выпустил постановление, по которому акции данного типа стали открыты для отечественных инвесторов, которые теперь могли открывать счета в иностранной валюте для операций с этими ценными бумагами. На 2005 г. было 109 акций типа В различных эмитентов, а общее количество выпущенных акций составило 19,7 млрд. с общей рыночной капитализацией в 7,46 трлн. юаней.[[65]](#footnote-65) Для сравнения, на 2011 было уже на обеих фондовых биржах 110 эмитентов данных акций, с общим объемом выпущенных акций в 28,1 млрд. с рыночной капитализацией более чем 22 трлн. юаней.[[66]](#footnote-66)

Безусловно, акции этого типа проигрывают акциям класса А по всем абсолютным и относительным показателям. Темпы роста капитализации компаний по акциям обоих типов представлены на рисунке 3, из которого четко видно преимущество акций типа А.

*Рисунок 3. Динамика изменения капитализации компаний по акциям типа А и В.*

*Источник: China Statistical Yearbook 2011*

Проигрывают акции типа В и по объему привлеченных средств после размещения. Но несмотря на это на акции типа В существует спрос, который объясняется бурным развитием механизмов, уравнивающих в правах иностранных и отечественных инвесторов. Для сбалансированности прав и обязанностей инвесторов был введен ряд мер по регулированию акций этого типа.

*Рисунок 4. Выпуск акций и полученный капитал, 2000-2010 гг. (100 млн. юаней).*

*Источник: China Statistical Yearbook 2011*

В соответствие с Законом КНР «О компаниях», Законом КНР «О ценных бумагах», правилах Госсовета КНР о листинге компаний, находящихся в собственности неграждан КНР, акции типа В должны удовлетворять следующим критериям:

1. они должны соответствовать правилам и нормам, устанавливаемым в отношении иностранных инвестиций;
2. в момент учреждения компании, основатель должен обладать не менее 35% пакетом акций от общего количества выпущенных акций;
3. компания должна разместить не менее чем 25% ее акций;
4. если общий акционерный капитал компании превышает 400 млн. юаней, то компания должна разместить не менее 15% ее акций;
5. ни одно из предприятий или лиц, участвующих в управлении компанией ( будь то смешанная компания или государственная), не должны быть замешаны в преступлении законов КНР на протяжении предшествующих 3 лет.

Третьим типом акций, который может быть использован компаниями КНР в качестве источника финансирования, являются акции типа Н. Акции данного типа доступны более чем 160 китайским компаниям, что дает инвесторам возможность вкладывать средства в финансовый и промышленный секторы китайской экономики. В 2007 г. регулятор разрешил резидентам КНР инвестировать в акции на Гонконгской фондовой бирже, что резко повысило спрос на акции типа Н.

Если сравнивать количество компаний, привлекающих средства через три обозначенных типа акций, то можно увидеть достаточно тревожную картину: компаний, выпускающих акции типа А, в разы больше, чем компаний, выпускающих акции типа B или Н.

 *Рисунок 5. Соотношение акций типа А, B и Н, 2008 – 2012 гг.* 

*Источник: CSRC Financial Markets Monthly Statistics*

В такой ситуации кроется определенный риск для сбалансированного развития акционерного финансирования, но на то есть объективная причина: акции типа B и Н пока относительно закрыты для китайских инвесторов.

Четвертым вариантом получения акционерного финансирования китайскими компаниями является выход на фондовые биржи США – NYSE или NASDAQ – через Американские депозитарные расписки (АДР), которые дают право их покупателю на определенное количество акций компании, которая выпускает эту ценную бумагу. На данном этапе развития часть китайских компаний выпускает АДР третьего уровня ( China Information Technology Company, например), что означает необходимость раскрытия информации и соблюдения всех норм и правил на уровне с американскими компаниями.

Если суммировать все, что было сказано выше об инструментах акционерного финансирования, доступных китайским компаниям, и опять попытаться сравнить объемы получаемых средств с теми, что компании в КНР получают через привлечение кредитов и выпуски облигаций (рис. 1), то получается достаточно неоднозначная картина. С одной стороны, общий объем средств, полученный через долговые инструменты, заметно выше, чем полученный через механизмы прямого корпоративного финансирования. Но, с другой стороны, нельзя забывать, что основным инструментом акционерного финансирования на данный момент в КНР являются акции типа А, акции же типов В и Н практически не вносят ничего в общий объем привлеченных средств через IPO, дополнительную эмиссию или выпуск прав.

Получается, что у инструментов прямого финансирования еще есть достаточно приличный потенциал для развития, в то время как рынок корпоративных облигаций и кредитование столкнулись с определенными трудностями. Дело в том, что во – первых, корпоративные облигации не доступны для иностранных инвесторов, что снижает вероятность притока крупных денежных сумм в случае нехватки внутреннего спроса на них. Во – вторых, если посмотреть на распределение невозвращенных кредитов (NPL, non – paid loans) на 2010 г. по отраслям экономики КНР, то можно отметить, что производственный сектор экономики (в абсолютном выражении) , аграрный сектор (в относительном выражении) и сектор оптовой и розничной торговли (в абсолютном выражении) достаточно серьезно обременены долгом. Но вот если для оптовой и розничной торговли наличие большого количества, скажем, краткосрочных кредитов - это нормальная ситуация, так как они заменяют невозвращенную дебиторскую задолженность, то для производственников и аграриев подобная ситуация тревожна: им, как кажется, приходится постоянно рефинансировать свои долговые обязательства. В такой ситуации избыточного долгового бремени они вполне могут прибегнуть к выпуску акций, как к долгосрочной стратегии привлечения инвесторов.

 *Рисунок 6. Распределение невозвращенных кредитов по секторам экономики КНР, 2010г.*



*Источник: China Banking Regulatory Commision Annual Report 2010*

В качестве еще одного промежуточного итога можно отметить, что, судя по всему, вопрос соотношения инструментов финансирования в КНР несет в себе системные проблемы и риски. Ограниченность рынка облигаций создает ряд преград на пути развития инструментов долгового финансирования. Аналогично, жесткая сегментированность рынка акций тормозит прилив капитала в акции типа B и Н. Но, очевидно, что оба факта - это следствия институциональных и политических аспектов развития китайской финансовой системы.

1. *Текущие проблемы и риски для прямого финансирования в КНР*

Анализ механизмов акционерного финансирования в Китае наводит на мысль о наличии ряда системных рисков, которые закладываются инвесторами и корпорациями при оценке финансовых вложений и привлечении средств с фондовых площадок. Очевидно, что существуют особенности, которые необходимо учитывать при анализе финансовых решений корпораций. В целом, можно выделить 5 таких особенностей.

1. *IPO*

Cтоит заметить, что в любой экономике госорган следит за выходом компаний на биржу. В КНР помимо финансовых нормативов используют другие инструменты, а именно квоты на эмиссию. В основном разрешение получают государственные компании (80% компаний на биржах КНР - государственные) за счёт связей с органами власти. Получается, что нет гарантий, что на биржу будут допускаться устойчивые предприятия.

1. *Невыполнение китайским фондовым рынком своих основных функции*

 В целом у фондового рынка в любой стране существует 5 основных функций, а именно:

1. мобилизация сбережений и трансформация их в инвестиции;
2. межотраслевой перелив капитала;
3. информационная функция;
4. обеспечение мониторинга за эффективностью деятельности компаний (по курсам акции, по дивидендам), внешний мониторинг;
5. механизм контроля за менеджментом со стороны акционеров, внутренний мониторинг.

Выполняет ли китайский рынок эти функции? Выполняет только первую. Функция межотраслевого перелива капитала остается в стороне главным образом из – за государственного контроля, третья функция не выполняется как на микро –, так и на макроуровне, о чем свидетельствует динамика фондовых индексов в первой половине 2000х гг., когда экономика КНР росла, а индексы сползали вниз. Функция мониторинга деятельности компаний также не выполняется, потому что, как было несколько раз показано в работе, cлишком весомы связи с госорганами, а отсюда коррупция, неполноценная оценка деятельности компаний. Последняя, пятая функция также в тени по причине того, что главный акционер - это все - таки государство.

1. *Сложная и сегментированная институциональная структура*

Деятельность на любом фондовом рынке можно разделить на две составляющие:

* Инвестиционная (долгосрочные инвестиции, могут быть связаны с непосредственным контролем над деятельностью компании);
* Спекулятивная (связана с получением краткосрочных выгод).

Сложная институциональная структура приводит к преобладанию спекулятивной деятельности в КНР. Трудно стать долгосрочным инвестором, потому что механизм слияний и поглощений работает в ограниченных масштабах: нельзя просто так скупить акции компании и стать долгосрочным инвестором. Для того, чтобы поменять ситуацию, необходимо проводить либерализацию (преодолеть сегментированность фондового рынка), приватизацию госпакетов. Но она не может быть резкой и одномоментной, потому что сам этот путь связан с неизбежными рисками.  Пока в КНР главным источником средств для компаний является кредит, а рынок ценных бумаг играет вспомогательную роль.

1. *Слишком сильное преобладание акций типа А по сравнению с другими типами*

В биржевой и небиржевой оборот поступают только акции физических лиц, то есть часть акций типа A, на которую, как мы выяснили, по состоянию на конец 2010 г. приходилось порядка 1/3 всех номинально эмитированных акций. Такое положение вещей делает малореальным установление контроля над компанией через покупку её ценных бумаг, а это означает, что фондовый рынок в незначительной степени выполняет функцию межотраслевого перелива капитала. Затруднена в таких условиях и защита миноритарных акционеров.  Более того, даже акции, которые находятся в свободном обращении, фактически представляют собой не сертификаты собственности, а всего лишь доходные ценные бумаги, и движение курсов таких акций слабо отражает действительную ситуацию на макро- и микроэкономическом уровнях.

1. *Существование механизма мягкого бюджетного ограничения*

Большинство компаний, прошедших листинг, - это акционерные государственные предприятия, порядка 20% - компании, созданные частными лицами и предприятия с иностранными инвестициями. Разрешение на эмиссию акций даётся только в рамках квот на эмиссию, которые устанавливает государство, причём эти объёмы и сроки эмиссии не могут меняться в зависимости от конъюнктуры. Фактически доступ к листингу превратился в ещё одну форму государственной поддержки предприятий, и популярность этой формы поддержки возрастает, когда ужесточается доступ к банковскому кредиту. То, что решения об акционировании и листинге принимаются селективно через бюрократические согласования, создаёт ситуацию «фаворитизма», при этом занижаются требования по финансовым показателям предприятий, а в результате многие вновь создаваемые акционерные общества - убыточные. Частично доступ предприятий превратился в один из механизмов, через которые происходит смягчение бюджетных ограничений. В свою очередь, многие участники рынка активно торгуют такими акциями, рассчитывая на то, что государство эти предприятия не оставит в беде и окажет им финансовую поддержку. Спекулятивность рынка усугубляется и тем, что на нём существуют только спотовые операции, а фьючерсы и опционы стали создаваться только в последние годы( пока что есть только фьючерсы на фондовый индекс, а не на отдельные акции). Возникающие на рынке тенденции к повышению или понижению весьма устойчивы, меняются только под внешним воздействием. Традиционно такие шоки возникали из-за действий властей, но в последние годы влияние мировой финансовой конъюнктуры возросло[[67]](#footnote-67).

Обозначенные выше риски и проблемы фондового рынка КНР принципиально важны с точки зрения целей данной работы. Как уже было отмечено, они отражают исторические и институциональные аспекты функционирования рынка капитала в Китае. Полученные результаты позволят провести корректный анализ политики финансирования китайских компаний, сравнить полученные результаты с данными по российским фирмам и сделать итоговый вывод относительно особенностей работы механизмов прямого корпоративного финансирования в Китае.

**Глава 3. Тестирование классических концепций выбора структуры капитала: эмпирический анализ крупнейших компаний России и Китая**

Для того чтобы сделать обоснованные выводы относительно мотивов выбора структуры капитала среди китайских компаний и определить, таким образом, особенности механизмов их инансирования, необходимо провести тестирование классических концепций выбора структуры капитала. Стоит сразу заметить, что в условиях адаптации модели к развивающейся экономике, в анализ будут включены переменные отвечающие за качественный сдвиг. Однако общий эконометрический инструментарий не претерпет изменений.

*1. Модели тестирования концепций структуры капитала*

Как мы уже знаем, к классическим концепциям мотивов выбора структуры капитала относят теорию компромисса и теорию порядка финансирования. Количественные тестирования данных теорий строятся с помощью двух моделей. Первая модель позволяет выявить детерминанты структуры капитала, чтобы на основе значимости коэффициентов множественной регрессии и знаков перед ними сделать вывод относительно логики принятия решения по финансированию внутри компании. Сама модель выглядит следующим образом:

$ L\_{it}=α+X\_{it}β+ε\_{it}$ , (3.1)

 где $ L\_{it}$ – показатель финансового рычага в i –ой компании в год t ( в данном исследовании анализируемые года – это 2009, 2010 и 2011), $X\_{it}$ – матрица детерминант структуры капитала для i-ой компании в год t, α – постоянный член, β – коэффициент при детерминантах, $ $ $ε\_{it}$ – матрица векторов случайных величин для i-ой компании в год t.

Объясняемая переменная L может быть выражена как отношение заемного капитала к стоимости общих активов компании или к стоимости собственного капитала. Заемный капитал включает в себя по большей части именно долгосрочные долги. Для оценки L могут быть использованы как балансовые значения, так и рыночные. Для целей данного исследования будут использованы балансовые значения, так как в момент привлечения средств их стоимость отражается в балансе, поэтому балансовые показатели справедливо отражают соотношение источников финансирования, используемых компанией.[[68]](#footnote-68)

Вторая модель учитывает специфику аргументации уже самих теоретических концепций выбора структуры капитала. Напомним, что теория порядка финансирования подразумевает, что компании сначала используют внутренние источники финансирования, затем прибегают к внешним источникам, на первом месте среди которых стоят заемные средства. Получается, что размер долга непосредственно отражает накопленный финансовый дефицит, а приращение долга – финансовый дефицит текущего периода. Таким образом вторая исследовательская модель выглядит следующим образом:

$ΔDebt\_{it}=α+βDeficit\_{it}+ε\_{it}$ , (3.2)

где $ΔDebt\_{it}$ – приращение долга i-ой компании в году t, $Deficit\_{it}$ – текущий финансовый дефицит i-ой компании в год t, α – постоянный член, β – коэффициент при переменной текущего дефицита, $ $ $ε\_{it}$ – матрица векторов случайных величин для i-ой компании в год t.

Если посмотреть на модель, то можно предположить, что если теория порядка финансирования верна, то коэффициент β равен 1, а коэффициент α – нулю, и финансовый дефицит покрывается за счет долга. Финансовый дефицит определяется как разница между денежным потоком от операционной деятельности и денежными выплатами за период, произведенными компаниями. Данные для обеих частей уравнения берутся из отчета о прибылях и убытках:

$Deficit\_{it}=DP\_{it}+CapEx\_{it}+ΔWC\_{it}+Ref\_{it}-OperCF\_{it}$ , (3.3)

где $Deficit\_{it}$ – текущий финансовый дефицит i-ой компании в год t, $DP\_{it}$ - дивиденды, выплаченные i-ой компании в год t, $CapEx\_{it}$ - капитальные затраты i – ой компании в год t, $ΔWC\_{it}$ - прирост рабочего капитала i-ой компании в год t, $Ref\_{it}$ - часть долгосрочного долга, которая выплачивается в настоящем периоде i-ой компанией в год t, $OperCF\_{it}$ – операционный денежный поток i-ой компании в год t.

Как можно заметить, объясняемая переменная дефицита принимает как положительные, так и отрицательные значения. Считается, что предпочтительнее заменять отрицательные значения нулевыми, исходя из предположения, что досрочное погашение долга нехарактерно для фирм и отрицательное значение дефицита не имеет логического обоснования.[[69]](#footnote-69)

Для целей данного исследования вторая модель тестироваться не будет, так как нас интересуют прежде всего взаимосвязи между финансовым рычагом компании и независимыми влияющими переменными, а не проверка отдельно взятой теории. Однако модель 3.2 необходима для более глубокого понимания инструментария, используемого в анализе проблем, связанных с выбором структуры капитала.

*2. Методология исследования*

В целях проведения сопоставимого сравнительного анализа детерминант структуры капитала российских и китайских крупнейших компаний, выборки по странам составлялись по единой системе критериев: компании отбирались по объему средней полученной выручки в 2009 – 2011 гг., были исключены из рассмотрения финансовый сектор и сектор интернет технологий. Стоит отметить, что в выборку включались компании, придерживающиеся принципов МСФО или US GAAP, или стандартов максимально приближенных к ним, что актуально для китайских компаний, большинство из которых ведут отчетность в соответствии с китайскими стандартами отчетности (CAS, Chinese Accounting Standards). Но несмотря на наличие расхождений в принципах ведения отчетности, необходимо учитывать, что выборки по России и Китаю в исследовании оцениваются отдельно друг от друга, и полученные результаты можно считать по большей части сопоставимыми. Исходные данные по компаниям были взяты из базы данных Bloomberg PROFESSIONAL Service и в отдельных случаях дополнены данными из официально опубликованных отчетностей компаний. Все данные представлены (или переведены по официальному курсу Центрального Банка Российской Федерации) в миллионах долларов США. Итоговая выборка содержит данные по 54 российским компаниям и 70 китайским.

В качестве зависимой переменной был использован коэффициент общего долга (TDR, total debt ratio), который определяется как отношение общего процентного долга компании к общей сумме ее долга и стоимости ее акционерного капитала.

Независимые переменные отобраны на основе исследований по развивающимся рынкам, обозначенных в первой главе работы. Независимые переменные как раз и представляют собой составляющие матрицы $X\_{it}, $описанной в модели 3.1. Описание переменных представлены в таблице 1, из которой видно, что в качестве фиктивных переменных, описывающих качественные характеристики, для обеих стран были взяты участие государства в управлении компанией и наличие иностранных акционеров. Исходя из существующих исследований по проблеме выбора структуры капитала для компаний на развивающихся рынках, были сделаны некоторые предположения, позволяющие определить концепцию выбора структуры капитала из характера зависимости описываемой переменной от детерминант (положительная, отрицательная или неоднозначная, т.е. «-»).

Необходимо также отметить, что все линейные регрессии тестировались на выполнение условий теоремы Гаусса – Маркова. Выполнение условий данной теоремы означает, что модель правильно специфицированна, матрица векторов детерминант $X\_{it}$ не случайна (детерминирована), математическое ожидание все составляющих элементов вектора случайных величин - $E\left(ε\_{it}\right)$ - равно нулю:

$E\left(ε\_{it}\right)=0$ (3.4)

Помимо этого выполняется условие гомоскедантичности (условие одинаковости дисперсий - $Var \left(ε\_{it}\right) $- у составляющих в i-ом уравнении):

$E\left(ε\_{it}^{2}\right)=Var \left(ε\_{it}\right)= σ^{2}$ (3.5)

Во всех рассмотренных моделях линейной регрессии выполнено условие отсутствия автокорреляции:

 $E(ε\_{it}\* ε\_{jt})=covariance \left(ε\_{it};ε\_{jt}\right)=0$ (3.6)

*Таблица 1. Описание независимых переменных для анализа.*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Описание** | **Теория порядка финансирования** | **Теория компромисса** |
| Tangibility | Отношение внеоборотных активов к совокупным активам компании | Отрицательная | Положительная |
| ROA (Return on Assets) | Доходность активов, выраженная как отношение чистой прибыли к общим активам компании | Отрицательная | Положительная |
| Growth | Отношение капиталовложений к совокупным активам компании | Однозначной зависимости нет | Отрицательная |
| Tax | "Налоговый щит", выраженный как отношение величины выплаченного налога на прибыль к прибыли до налогов | Однозначной зависимости нет | Положительная |
| NDT | "Неналоговый щит", выраженный как отношение амортизации к совокупным активам | Однозначной зависимости нет | Положительная |
| Size | Нормированный размер капитала компании (через процедуру логарифмирования) | Отрицательная | Положительная |
| Gov | Фиктивная переменная, отражающая наличие государства в управлении компанией, причем если доля государства равна или составляет больше 30%, то значение равно 1, если строго меньше, то 0 | - | - |
| Foreign | Фиктивная переменная, принимающая значение равное 1 , если в акционерном капитале компании доля иностранных инвесторов находится в промежутке от 10% до 25%, в противном случае значение равно 0 | - | - |

*Источник: Chen K., Wei J. Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia’s Emerging Markets. - Hong Kong: Hong Kong University, 2003,p.170.*

*3. Анализ панельных данных. Интерпретация*

Ввиду того, что анализируются данные не только по отдельным компаниям, но и на протяжении трех лет, мы будем использовать метод панельных данных. Опираясь на методологию уже проведенных исследований по другим развивающимся странам, полученные данные можно рассматривать с точки зрения сквозной регрессии (Тест Фишера) методом наименьших квадратов (МНК). Полученные результаты по России и Китаю представлены в таблице 2. Значимость переменных с помощью F – статистики проверялась на 10% - ном уровне значимости.

Анализ данных позволил сделать следующие выводы. Во – первых, была обнаружена положительная зависимость между долей внеоборотных активов в совокупных активах (Tangibility) и финансовым рычагом для китайских компаний. С одной стороны, данная зависимость вполне объяснима: внеоборотные средства могут быть использованы в качестве залога при получении долгосрочного кредита. Но, с другой стороны, в условиях, когда существуют агентские издержки, присутствует асимметрия информации, которая отражается на низкой первоначальной стоимостной оценки акций при первичном размещении, наличие мощных и обновленных основных средств, занимающих большую часть внеоборотных активов, как правило, может нивелировать эти негативные эффекты. Таким образом, обе рассматриваемые концепции выбора структуры капитала не могут быть отвергнуты.

Заметим, что финансовый рычаг российских компаний имеет отрицательную зависимость от показателя Tangibility. Связано это может быть с низкой залоговой стоимостью долгосрочных материальных активов, наличием большого количества устаревшего оборудования, ограниченных сроков эксплуатации. Вопрос о том, почему такая же ситуация не наблюдается в КНР в данной ситуации вполне логичен: если посмотреть на результаты работы Х. Ли и Л. Цуи по китайским компаниям в период с 1994 по 2001гг. в секторальном разрезе, то можно увидеть, что металлургический сектор показывал результаты, схожие с теми, которые были получены для российских компаний[[70]](#footnote-70). Стоит отметить, что обратная зависимость была получена не для всех секторов: исключением стал нефтегазовый сектор. Все российские компании данного сектора показали положительную зависимость переменной L от Tangibility. Не секрет, что российские компании, занятые добычей природных ресурсов, обладают достаточно большой долговой нагрузкой. Тем не менее высокая стоимость нефтегазового оборудования, основных средств, поддержка со стороны государства ( большинство компаний нефтегазового сектора в выборке по двум странам имеют прямые связи с государством, что доказывается значимостью фиктивной переменной Gov), позволяют им рассчитывать на дополнительные долгосрочные кредиты в случае необходимости.

Во – вторых, для обеих стран была получена обратная зависимость финансового рычага от показателя ROA (доходность совокупных активов). Подобный результат подтверждает необходимость применения концепции порядка финансирования, и если обратиться к некоторым институциональным особенностям китайской финансовой системы, то можно найти и более убедительные причины, чем риск недофинансирования инвестиционных проектов, выдвигаемый теорией порядка финансирования. Вероятно, что хотя китайские банки выдают долгосрочные кредиты компаниям, прошедшим процедуру листинга, их кредитные возможности не беспредельны, даже несмотря на наличие мягких бюджетных ограничений. В это же время рынок корпоративных облигаций не развит. Ввиду несбалансированности законодательной базы по торговле и выпуску акций, права индивидуальных инвесторов, игроков, которые занимают большую часть на рынке, ущемляются, а это делает выпуск акций менее обязывающим к выполнению обязательств по контракту, чем выпуск облигаций. В тоже время эффекта «налогового щита» в КНР практически нет. Получаем, что в определенной ситуации выпуск акций предпочтительнее, чем привлечение долговых средств.

*Таблица 2. Результаты оценивания детерминант структуры капитала по российским и китайским компаниям.*

|  |  |
| --- | --- |
|   | **TDR** |
|   | Россия | Китай |
| Tangibility | -0,1401 | 0,2142 |
| ROA (Returm on Assets) | -0,2347 | -0,6405 |
| Growth | 0,1792 | -0,0011 |
| Tax | 0,0028 | 0,0019 |
| NDT | -0,0389 | 0,3239 |
| Size | 0,0207 | 0,0561 |
| Gov | 0,0932 | 0,0801 |
| Foreign | 0,0092 | 0,0854 |
| Const | 0,3051 | -1,156 |
| Число наблюдений | 54 | 70 |
| R-square | 0,4986 | 0,2399 |
| F - статистика | 5,54 | 2,59 |
| Probability > Fobserved | (0,000) | (0,000) |

*Источник: Bloomberg PROFESSIONAL Service*

В – третьих, такой показатель, как рост компании, оказался значимой детерминантой для финансового рычага китайских компаний, однако показал свою незначимость на выборке из российских компаний. Данное наблюдение можно объяснить тем, что менеджеры быстрорастущих компаний, ожидают притока наличности в будущем и не спешат с долговым финансированием. Однако вряд ли можно, исходя из такой логики, однозначно сказать о применимости теории компромисса к китайским или российским компаниям. Ведь дело в том, что большинство компаний в выборке - это представители таких секторов, как электроэнергия, металлургия, добыча полезных ископаемых. На балансе у таких компаний около 70% от общих активов составляют основные средства ( у Baosteel Group, Wuhan Iron & Steel Group, Hebei Iron & Steel Group, ОАО «Евраз Груп», ОАО «Северсталь», ОАО «НК Роснефть», ОАО «Газпром» чуть больше 78%), и далеко не у всех результаты разработок и исследований и другие нематериальные активы занимают хотя бы 5 – 7%. Сужение возможностей для наукоемкого развития тормозит перспективы роста компаний, даже несмотря на массированные ежегодные капитальные затраты.

В - четвертых, показатель «налогового щита» показал, хотя и небольшую, значимость на 10% уровне для обеих стран. Если же обратить внимание на характер влияния экономии на налоге на прибыль, не связанной с заемным финансированием, как на объясняемую переменную, то для российских компаний выявлена положительная зависимость, в то время как китайские компании показали обратный результат. Если посмотреть на этот же показатель отдельно по каждому году, то для российских компаний ситуация остается такой же, а в Китае знак коэффициента при детерминанте NDT меняется с положительного на отрицательный и наоборот. Скорее всего, менеджмент ежегодно корректирует политику финансирования, что вызвано неустойчивой конъюнктурой на рынке металлов, нефти, скачками на рынке золота и угля, особенностями ценообразования на рынке электроэнергии. Однако, вероятно, что это лишь одно из возможных объяснений полученного результата.

В – пятых, для выборок по России и Китаю получена положительная зависимость между финансовым рычагом и размером компании, выраженного логарифмом продаж (lnSales). Исходя из предыдущих исследований по развивающимся странам, полученный результат свидетельствует о применимости теория компромисса к выборке из компаний России и Китая, но есть и определенные проблемы. В общем случае крупные фирмы имеют широкие каналы доступа на рынок акционерного финансирования.

В условиях непосредственно КНР фиктивная переменная Gov оказалась значимой для большинства компаний нефтегазового и металлургического секторов в выборке. Если мы вспомним о таких институциональных особенностях финансовой системы КНР, как «фаворитизм», мягкие бюджетные ограничения, неразвитость рынка корпоративных облигаций, неразвитость законодательной и нормативной базы для сбалансированного регулирования финансовых рынков, слабая юридически закрепленная защита кредиторов и акционеров, то становится понятно, что крупные китайские компании имеют возможность не просто много брать в долг и не отвечать по займам в случае дефолта, но и собирать большие суммы денег с выпусков акций.

Текущая конъюнктура китайского рынка акций вполне благоприятствует этому: китайские акции, размещаясь часто по нижней границе ценового диапазона, резко уходят вверх за несколько недель после размещения. На руках у каждого топ - менеджера после размещения появляются опцион на короткую продажу бумаг компании и возможность по прошествии определенного времени его реализовать. Получается, что у высшего руководства есть неявный мотив привлекать как можно больше средств через фондовые площадки. Но этот способ считается долгосрочной инвестиционной стратегией, в то время как долговые бумаги можно привлекать как для финансирования долгосрочного долга в текущем периоде, так и на краткосрочные инвестиции. Вопрос в том, какому поведению отдают предпочтение менеджеры и на какие цели компании берут кредиты или размещают облигации.

В общем можно отметить, что полученные результаты по китайским компаниям являются отражением системных особенностей функционирования рынка капитала в стране. Полученные различия в результатах исследования между китайскими и российскими компаниями отражают различия в институциональном устройстве механизмов финансирования в обеих странах. Выборка также не показала однозначной необходимости строго придерживаться одной из классических концепций выбора структуры капитала, ввиду разнонаправленного действия детерминант. С одной стороны, присутствует ряд свидетельств в пользу того, что китайские компании ставят выпуск акций выше долгового финансирования в иерархии. Но, с другой стороны, в абсолютном объеме кредитование, как было показано прежде в работе, намного превышает акционерное финансирование.

**Заключение**

Особенности экономического роста в Китае поставили вопрос инвестиционной политики предприятий на первое место. Предприятия же, в свою очередь, подвержены институциональным и структурным особенностям экономической среды функционирования. Логично предположить, что ключом к пониманию того, как корпорации финансируют свою операционную и инвестиционную деятельность, является как раз анализ ключевой площадки привлечения капитала – фондового рынка. Однако для начала необходимо было задать общую возможную схему привлечения средств корпорациями. Здесь на помощь приходят классические концепции структуры капитала. Отталкиваться в данном случае стоит от существующей модели для развитого рынка, адаптируя ее к китайским реалиям.

В ходе работы были выявлены детерминанты, которые признаны значимыми для развитых рынков. Они сохраняют свое значение и при выборе структуры капитала компаниями на развивающихся рынках, хотя влияние для некоторых стран Центральной и Восточной Европы противоположно результату, полученному для западноевропейского или американского рынков. Особенно интересны результаты для китайских компаний: полученные данные не сходятся ни с теорией порядка финансирования, ни с компромиссной теорией. Помимо разнонаправленного влияние самих показателей, в рассмотренных исследованиях фиктивные переменные, отвечающие за качественный сдвиг в оценке параметров китайских компаний, сыграли важную отличительную роль. Как было выяснено в дальнейшем, основной причиной для таких результатов послужили особенности институционального устройства китайской экономики, системные риски и проблемы, которые несвойственны (или свойственны в меньшей степени) другим развивающимся странам.

Фондовый рынок КНР, являющийся основным каналом акционерного финансирования, оказывает значительное влияние на трансформацию механизмов прямого корпоративного финансирования в Китае. Можно сказать, что фондовый рынок, по своей сути, был необходимым и вполне логичным продолжением идущей приватизации в КНР. Однако стоит отметить и то, что государство достаточно активно участвует в деятельности фондовых площадок, контролирует выход компаний на биржи. Многоуровневая система рынка добавляет проблем: «правила игры» для иностранцев и китайцев разные. Да, можно смело сказать, что шаги по гармонизации системы предпринимаются (QFII, RQFII и т.д.), но пока все это далеко от оптимального состояния.

В Китае кредитование преобладает над акционерным финансированием. Вызвано это не только тем, что исторически рынок заемных средств формируется быстрее рынка акционерного финансирования. Как было выяснено, в китайской экономике есть ряд факторов, которые поддерживают этот дисбаланс: искаженная система первичного размещения, сегментированная структура рынка акций, ограниченный допуск иностранных инвесторов на рынок акционерного финансирования.

Стоит также заметить, что постепенность и осторожность реформ в финансовом секторе Китая в очередной раз дает свои плоды. Открытие фондового рынка для иностранных инвесторов было встречено большим оживлением на рынке, но появились и определенные риски: иностранный капитал стал одной из ведущих сил на фондовом рынке КНР, и думается, что такого развития событий регуляторы никак не хотели допустить. В этой ситуации самым актуальным вопросом является выполнение рынком его функций, без этого движение к универсальной модели не возможно. Одной только функции аккумуляции сбережений населения недостаточно.

Полученные выводы по развитию механизмов прямого корпоративного финансирования в КНР позволили провести интерпретацию данных в ходе эмпирического анализа крупнейших компаний России и Китая. Хотя результаты оказались в большинстве своем ожидаемыми, тем не менее проведенный анализ особенностей функционирования рынка капитала в КНР позволил более точно оценить зависимость переменной финансового рычага от детерминант структуры капитала.

Проведенное количественное исследование позволило подтвердить гипотезу о том, что в ряде случаев китайские компании ставят выпуск акций выше долгового финансирования. С одной стороны, полученный результат противоречит общей ситуации преобладания долгового финансирования над акционерным. Но, с другой стороны, некоторые компании вынуждены прибегнуть к выпуску акций ввиду существующего значительного долгового бремени. Более того, неразвитость рынка корпоративных облигаций также тормозит свободный выпуск долговых инструментов крупными китайскими промышленными компаниями. Получается, что на определенном этапе при снижении кредитных возможностей крупных банков в Китае, имеет место рост выпуска акций как более привлекательных инструментов, чем долговое финансирование.

Необходимо заметить, что разнообразие мнений как в самом Китае, так и за рубежом помогало автору анализировать проблемы сразу с нескольких сторон: в Китае вопросы, связанные с финансовой системой актуальны всегда, о чем могут свидетельствовать «жаркие баталии» в газетах и профессиональных экономических журналах.

Опыт, полученный в ходе написания работы, огромен и неоднозначен: с одной стороны, удалось разобраться в основах работы фондового рынка в целом, с другой стороны, были выявлены отличия функционирования механизмов акционерного финансирования в КНР, проведено сравнение влияние детерминант структуры капитала для китайских и российских компаний, что дало определенные знания, необходимые для понимания мотивов китайских инвесторов. В дальнейшем планируется продолжать изучение финансовой системы КНР, а полученные навыки непременно применять на практике.

**Список использованной литературы*.***

1. Бергер Я., Михеев В. Фондовый рынок КНР. – *Мировая экономика и международные отношения*, 2008, №6.
2. Вахрушин И.В. Фондовый рынок КНР и кризис. - *Азия и Африка сегодня*, 2010, №9.
3. Вахрушин И.В. Фондовый рынок КНР: итоги развития, задачи и перспективы. – *Проблемы Дальнего Востока*, 2011,№5.
4. Григорьев Л. Салихов М. Финансовая архитектура: экстренный ремонт. – *Россия в глобальной политике*, 2009, №4.
5. Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. Финансовая система и экономическое развитие. – *Мировая экономика и международные отношения*, 2003, №7.
6. Григорьев Л. Инвестиционный процесс: накопленные проблемы и интересы. – *Вопросы экономики*, 2008, №4.
7. Закон КНР «О ценных бумагах» ( Чжунхуа жэньминь гунхегуо «Чжэнцуань фа») – http://finance.qq.com/a/20051208/000539.htm
8. Ивашковская И.В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании. - *Корпоративные финансы*, 2012, №1(21).
9. Ивашковская И.В, Кукина Е.Б. Детерминанты экономической прибыли крупных российских компаний. - *Корпоративные финансы*, 2009, №4(12).
10. Ивашковская И.В., Макаров П.В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы. - *Корпоративные финансы*, 2010, №3(15).
11. Магнус Я.Р., Катышев П.К., Пересецкий А.А. Эконометрика: начальный курс. М., Дело, 2005.
12. Макеев Ю. Первичное размещение акций на биржах КНР и Гонконга. Общая характеристика рынка акций КНР. – *ЦентрАзия*, 2011 (http://www.centrasia.ru/newsA.php?st=1296028260).
13. Мозиас П.М. Иностранный капитал на фондовом рынке КНР. – XXVII научная конференция «Общество и государство в Китае»,М.,1998.
14. Мозиас П.М. Привлечение иностранного капитала в акционерной форме. – *Проблемы Дальнего Востока*, 1997, №1 и №2.
15. Национальная экономика в условиях глобализации. М., Магистр, 2007.
16. Флёрье В. Реформы финансовых рынков в Китае. - *Банки: мировой опыт*, 2005,№5.
17. Шаринов Д.Н. Формирование фондового рынка КНР: на примере рынка акций. Диссертация.М.,2001.
18. Adedeji A. A cross – sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK. – *University of Birmingham Working Paper*, February 2002.
19. Bhaduri S. N. Determinants of Capital Structure in India (1990-1998): A Dynamic Panel Data Approach. - *Journal of Economic Integration*, 17(4), December 2002.
20. Bhattacharya S. Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani. - *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 1988.
21. Brooks J. Changing capital markets of East Asia: China’s stock market. – N.Y.,1995.
22. Cespedes J., Gonzalez M., Molina C. Ownership and capital structure in Latin America. - *Journal of Business Research*, 53, 2010.
23. Chen K., Wei J. Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia’s Emerging Markets. - Hong Kong: Hong Kong University, 2003.
24. China’s New Accounting Standards: A comparison with current PRC GAAP and IFRS. – Deloitte China, August 2006.
25. De Jong A., Kabir R., Nguyen T. T. Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. - *Erasmus Research Institute of Management*, 53, September 2007.
26. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. - *NBER, Conference on Research in Business Finance*, April 1952.
27. Fama E. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. - *American Economic Review*, 68(3), June 1978.
28. Fama E., French K. Testing Trade – Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt – *The Review Of Financial Studies*, 15(1), Spring 2002.
29. Graham J. Debt and the marginal tax rate. - *Journal of Financial Economics*, 41(1), May 1996.
30. Graham J. How Big Are the Tax Benefits of Debt? - *Journal of Finance*, 55, October 2000.
31. Halov N., Heider F. Capital structure, risk and asymmetric information. - *Quarterly Journal of Finance*, 1(4), 2011.
32. Harris M., Raviv A. The Theory of Finance. - *Journal of Finance*, 46(1), March 1991.
33. Howson N. China and WTO Liberalization of the Securities Industry. - *Asia policy*, 3, 2007.
34. Huang G., Song F. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. - *China Economic Review*, 17, 2006.
35. Ivashkovskaya I., Solntseva M. Capital Structure Puzzles in BRIC: Do Russian, Brazilian and Chinese Firms Follow Pecking Order or Trade-Off Logic of Financing? - *Corporate Finance*, 5, 2009.
36. Jensen M., Meckling W. Can the Corporation Survive? - *Financial Analysts Journal*, 34(1), January 1978.
37. Jensen M., W. Meckling. Theory of the firm: Management behavior, agency costs and ownership structure. - *Journal of Financial Economics*, 3, 1976.
38. Jian C., Strange R. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. - *Economic Change and Restructuring*, 38, 2005.
39. Jiang B-B., Laurenceson J. Share reform and the performance of China’a listed companies. – *China Economic Review*, 19,2008
40. Kornai J. Contradictions and Dilemmas. - Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1992.
41. Kornai J. Economics of Shortage. - Amsterdam: North-Holland, 1980.
42. Kornai J. Resource-Constrained Versus Demand-Constrained Systems. - *Econometrica*, 47 (4), 1979.
43. Kornai J. The Hungarian Reform Process: Visions, Hopes, and Reality. - *Journal of Economic Literature*. 24 (4), 1986.
44. Kornai J. The Socialist System: The Political Economy of Communism. - Princeton University Press, 1992.
45. Kornai J., Maskin E., Roland G. Understanding the Soft Budget Constraint. - *Journal of Economic Literature*. December, 41, 2003.
46. Li H., Cui L. Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms. - Nature and Science, 1(1), 2003.
47. Li K., Yue H., Zhao L. Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. - *Journal of Comparative Economics*, 37, 2009.
48. Luo X., Gao Y. Empirical Research on Debt Restructuring Gains in China’s Listed Companies. - *Canadian Social Science*, 8(5), 2012.
49. McConnell, J., H. Servaes. Additional evidence on equity ownership and corporate value. - *Journal of Financial Economics*, 27, 1990.
50. McGuiness P. Reform in China’s “B” share market and the shrinking A/B share ratio. - *Applied economics*, 10, 2002.
51. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. - *The American Economic Review*, 48(3), June 1958.
52. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation. - *Journal of Financial Economics*, 20, 1988.
53. Myers S., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. - *Journal of Financial Economics*, 13, 1984.
54. Myers S. Financial Architecture. - *European Financial Management*, 5(2), 1999.
55. Myers S. The Capital Structure Puzzle [Editorial]. - *Journal of Finance*, 39(3), December 1983.
56. Pan L.,Lin T.,Chen K. ADR characteristics and corporate governance in the Greater China region. – *Review of Development Finance*, 2, 2012.
57. Pandey I. M. Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market. - *Indian Institute of Management Ahmedabad*, 53, October 2001.
58. PBC Announcement on Implementation of RQFII Pilot Program, 2012, February 19.
59. Raghuram R., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? - *Journal of Finance*, 50(5), December 1995.
60. Ross S. Comment on the Modigliani-Miller Propositions. - *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), October 1988.
61. Schobert F. Chinese financial markets – how they evolved and where may they go to? - *China aktuell*, 5, 2005.
62. Stulz R. Merton Miller and modern finance [Keynote address]. - *Financial Management Association Meetings*, October 2000.
63. Titman S. The Modigliani and Miller Theorem and the Integration of Financial Markets. - *Financial Management*, 31(3), April 2002.
64. Vance S. Boards of Directors: Structure and Performance. - Eugene: University of Oregon Press, 1964.
65. Wiwattanakantang Y. N. An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. - *Pacific Basin Finance Journal*, 7(3-4), August 1999.
66. Xu L., Chen L. The Relationship Between Debt Financing and Market Value of Company: Empirical Study of Listed Real Estate Company of China. - *Proceedings of the 7th International Conference on Innovation & Management*, 2009.
67. Yue L., Cui F. An Empirical Study on Relationship Between Governance Mechanism of Debt Financing and Corporate Comprehensive Performance. - *Proceedings of M&D Forum*, 2008.

***Статистические источники.***

1. China Banking Regulatory Commission Annual Report 2010. ­- http://zhuanti.cbrc.gov.cn/subject/subject/nianbao2010/english/7.pdf
2. China Financial Stability Report 2010. - http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20100917102952632398099/20100917102952632398099\_.html
3. China Securities Regulatory Commission Annual Report 2007. - http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\_en/about/annual/200812/P020090225529644379854.pdf
4. China Securities Regulatory Commission Annual Report 2009. - http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\_en/about/annual/201011/P020101105493830315968.pdf
5. China Statistical Yearbook 2011. Beijing: National Bureau of Statistics of China, 2012. CD-ROM.
6. Factbook Shanghai Stock Exchange 2007. - http://english.sse.com.cn/aboutsse/publications/factbook/c/factbook\_us2007.pdf
7. Factbook Shanghai Stock Exchange 2010. - http://english.sse.com.cn/aboutsse/publications/factbook/c/factbook\_us2010.pdf
8. Factbook Shanghai Stock Exchange 2012. - http://english.sse.com.cn/aboutsse/publications/factbook/c/factbook\_us2012.pdf
9. Factbook Shenzhen Stock Exchange 2007. - <http://www.szse.cn/main/files/2008/05/27/695545128000.PDF>
10. Factbook Shenzhen Stock Exchange 2010. - http://www.szse.cn/main/files/2011/04/18/935296451656.pdf
11. Factbook Shenzhen Stock Exchange 2012. - http://www.szse.cn/main/files/2013/04/25/935296451656.pdf
12. PBC Annual Report 2010. - http://www.pbc.gov.cn/image\_public/UserFiles/english/upload/File/Annual%20Report%202010.pdf
1. Ивашковская И.В., Макаров П.В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы. – *Корпоративные финансы*, 2010, №3(15), с.47. [↑](#footnote-ref-1)
2. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. - *The American Economic Review*, *48*(3), June 1958, p.267. [↑](#footnote-ref-2)
3. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. - *NBER,* *Conference on Research in Business Finance*, April 1952, p.218. [↑](#footnote-ref-3)
4. В данном случае речь не идет о показателе Weighed Average Cost of Capital (WACC), который равен

$\frac{E}{E+D}\* $rE $+$ $\frac{D}{E+D}$ $\*$ $(1 - Tc)(rD)$,

 где E – собственный капитал компании по рыночной оценке, D – долговые обязательства, rE - ожидаемая доходность по акциям для инвесторов, rD- ожидаемая доходность долговых инструментов, Tс – ставка корпоративного налога на прибыль. [↑](#footnote-ref-4)
5. Bhattacharya S. Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani. - *Journal of Economic Perspectives*, *2*(4), 1988, p.143. [↑](#footnote-ref-5)
6. Raghuram R., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? - *Journal of Finance*, *50*(5), December 1995, p.1449. [↑](#footnote-ref-6)
7. Harris M., Raviv A. The Theory of Finance. - *Journal of Finance*, *46*(1), March 1990, p.340. [↑](#footnote-ref-7)
8. Fama E. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. - *American Economic Review*, *68*(3), June 1978. p.279. [↑](#footnote-ref-8)
9. Graham J. How Big Are the Tax Benefits of Debt? - *Journal of Finance*, *55*, October 2000, p.1927. [↑](#footnote-ref-9)
10. Stulz R. Merton Miller and modern finance [Keynote address]. - *Financial Management Association Meetings*, October 2000, p.14. [↑](#footnote-ref-10)
11. Коль скоро мы рассматриваем прежде всего развитый рынок на данном этапе, то за основу берется американская правовая система, где на всех акционеров автоматически распространяется ограниченная ответственность. [↑](#footnote-ref-11)
12. Myers S. The Capital Structure Puzzle [Editorial]. - *Journal of Finance*, *39*(3), December 1983, p.580. [↑](#footnote-ref-12)
13. Titman S. The Modigliani and Miller Theorem and the Integration of Financial Markets. - *Financial Managemenet*, *31*(3), April 2002, p.109. [↑](#footnote-ref-13)
14. Ross S. Comment on the Modigliani-Miller Propositions. - *Journal of Economic Perspectives*, *2*(4), October 1988, p.130. [↑](#footnote-ref-14)
15. Myers S., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. - *Journal of Financial Economics*, *13*, 1984, p.201. [↑](#footnote-ref-15)
16. Halov N., Heider F. Capital structure, risk and asymmetric information. - *Quarterly Journal of Finance*, *1*(4), 2011, p.785. [↑](#footnote-ref-16)
17. Jensen M., Meckling W. Can the Corporation Survive? - *Financial Analysts Journal*, *34*(1), January 1978, p.34. [↑](#footnote-ref-17)
18. Raghuram R., Zingales L. Op.cit., p.1445. [↑](#footnote-ref-18)
19. Понятие «финансовая архитектура» появилось в июне 1998 года, когда Стюарт Майерс выступил на конференции Европейской ассоциации финансового менеджмента и маркетинга в Лиссабоне. Согласно Майерсу, понятие означает «весь финансовый дизайн бизнеса, охватывающий собственность, организационно правовую форму, стимулы, способы финансирования и распределения рисков меду инвесторами». [↑](#footnote-ref-19)
20. Myers S. Financial Architecture. - *European Financial Management*, *5*(2), 1999, p.139. [↑](#footnote-ref-20)
21. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Management behavior, agency costs and ownership structure. - *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, p.341 [↑](#footnote-ref-21)
22. Vance S. Boards of Directors: Structure and Performance. - Eugene: University of Oregon Press *,* 1964*, p.190.* [↑](#footnote-ref-22)
23. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation. - *Journal of Financial Economics,* 20, 1988, p.298. [↑](#footnote-ref-23)
24. McConnell J., Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. - *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, p.600. [↑](#footnote-ref-24)
25. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Op.cit.,p.302. [↑](#footnote-ref-25)
26. Cespedes J., Gonzalez M., Molina C. Ownership and capital structure in Latin America. - *Journal of Business Research*, *53*, 2010, p.250. [↑](#footnote-ref-26)
27. De Jong A., Kabir R., Nguyen, T. T. Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. - *Erasmus Research Institute of Management*, *53*, September 2007, p.30. [↑](#footnote-ref-27)
28. Huang G., Song F. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. - *China Economic Review*, 17,

2006, p.23. [↑](#footnote-ref-28)
29. Pandey I. M. Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market. - *Indian Institute of Management Ahmedabad*, *53*, October 2001, p.13. [↑](#footnote-ref-29)
30. Bhaduri S. N. Determinants of Capital Structure in India (1990-1998): A Dynamic Panel Data Approach. - *Journal of Economic Integration*, *17*(4), December 2002, p.770. [↑](#footnote-ref-30)
31. Wiwattanakantang Y. N. An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. - *Pacific Basin Finance Journal*, *7*(3-4), August 1999, p.243. [↑](#footnote-ref-31)
32. Huang G., Song F. Op.cit., p.28. [↑](#footnote-ref-32)
33. Li K., Yue H., Zhao L. Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. - *Journal of Comparative Economics*, 37, 2009, p.482. [↑](#footnote-ref-33)
34. De Jong A., Kabir R., Nguyen T. T. Op.cit., p.23. [↑](#footnote-ref-34)
35. Ivashkovskaya I., Solntseva M. Capital Structure Puzzles in BRIC: Do Russian, Brazilian and Chinese Firms Follow Pecking Order or Trade-Off Logic of Financing? - *Corporate Finance,* 5, 2009, p.17. [↑](#footnote-ref-35)
36. Ивашковская И.В., Макаров П.В. Указ.соч., с.50. [↑](#footnote-ref-36)
37. Chen K. Wei J. Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia’s Emerging Market*s*. - Hong Kong.: Hong Kong University., 2003, p.178. [↑](#footnote-ref-37)
38. Коэффициент цена/ прибыль – выражает рыночную стоимость единицы прибыли компании. [↑](#footnote-ref-38)
39. Что означает, что 1 юань дохода можно было получить, лишь вложив 15-20 юаней. [↑](#footnote-ref-39)
40. Документ, подтверждающий владение определенным количеством акций указанного эмитента, т. е. свидетельство на долю участия в акционерном капитале какой-либо компании ( разница от варранта на акцию в том, что на нем не прописана цена покупки акции). [↑](#footnote-ref-40)
41. Свидетельство, дающее держателю право купить акции компании за определенную цену в течение оговоренного времени. [↑](#footnote-ref-41)
42. CSRC – China Securities Regulatory Commission. [↑](#footnote-ref-42)
43. Schobert F. Chinese financial markets – how they evolved and where may they go to? - China aktuell. Hamburg, 2005,№5,p. 6. [↑](#footnote-ref-43)
44. Ibid,p.7. [↑](#footnote-ref-44)
45. Закон КНР «О ценных бумагах» ( Чжунхуа жэньминь гунхегуо «Чжэнцуань фа») – http://finance.qq.com/a/20051208/000539.htm [↑](#footnote-ref-45)
46. McGuiness P. Reform in China’s “B” share market and the shrinking A/B share ratio. - *Applied economics*, №10, 2002, p. 708. [↑](#footnote-ref-46)
47. Jiang B-B., Laurenceson J. Share reform and the performance of China’a listed companies. – *China Economic Review*, 19, 2008, p.493. [↑](#footnote-ref-47)
48. Bloomberg PROFESIONAL Service. [↑](#footnote-ref-48)
49. PBC Announcement on Implementation of RQFII Pilot Program, February 9,2012. [↑](#footnote-ref-49)
50. Индексный фонд, паи которого обращаются на бирже. [↑](#footnote-ref-50)
51. China Financial Stability Report 2010. - http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20100917102952632398099/20100917102952632398099\_.html [↑](#footnote-ref-51)
52. Factbook Shanghai Stock Exchange 2010. - http://english.sse.com.cn/aboutsse/publications/factbook/c/factbook\_us2010.pdf [↑](#footnote-ref-52)
53. Factbook Shenzhen Stock Exchange 2010. - http://www.szse.cn/main/files/2011/04/18/935296451656.pdf [↑](#footnote-ref-53)
54. Factbook Shanghai Stock Exchange 2010. - http://english.sse.com.cn/aboutsse/publications/factbook/c/factbook\_us2010.pdf [↑](#footnote-ref-54)
55. China Daily, 2012, January 10. [↑](#footnote-ref-55)
56. Factbook Shenzhen Stock Exchange 2010. - http://www.szse.cn/main/files/2011/04/18/935296451656.pdf [↑](#footnote-ref-56)
57. Ibid. [↑](#footnote-ref-57)
58. China Financial Stability Report 2010. - <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20100917102952632398099/20100917102952632398099_.html> [↑](#footnote-ref-58)
59. Dot – com bubble – явление наблюдавшееся с 1995 по 2001 гг. на NASDAQ (фондовая биржа для высокотехнологичных компаний в США) среди акций интернет компаний. Пузырь образовался тогда из – за резкого взлета акций интернет – компаний, но он был определен не реальными данными финансовыми отчетности, а ожиданиями относительно «компаний будущего» или, как еще называли их тогда, «компании новой экономики». [↑](#footnote-ref-59)
60. China Statistical Yearbook 2011. Beijing: National Bureau of Statistics of China, 2012. CD-ROM. [↑](#footnote-ref-60)
61. China Daily, 2010, November 27. [↑](#footnote-ref-61)
62. Ibid. [↑](#footnote-ref-62)
63. Закон КНР «О ценных бумагах» ( Чжунхуа жэньминь гунхегуо «Чжэнцуань фа») – http://finance.qq.com/a/20051208/000539.htm [↑](#footnote-ref-63)
64. CSRC Financial Markets Monthly Statistics, December 2011. - http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\_en/marketdata/security/monthly/201204/t20120401\_208142.htm [↑](#footnote-ref-64)
65. China Statistical Yearbook 2011. Beijing: National Bureau of Statistics of China, 2012. CD-ROM. [↑](#footnote-ref-65)
66. Ibid. [↑](#footnote-ref-66)
67. Национальная экономика в условиях глобализации. М., Магистр, 2007. – с.410. [↑](#footnote-ref-67)
68. Fama E., French K. Testing Trade – Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt – *The Review Of Financial Studies*, 15(1), Spring 2002, p.21. [↑](#footnote-ref-68)
69. Adedeji A. A cross – sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK. – *University of Birmingham Working Paper*, February 2002, p.15. [↑](#footnote-ref-69)
70. Li H., Cui L. Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms. - *Nature and Science*, 1(1), 2003, p.46. [↑](#footnote-ref-70)