

# НЕОИНСТИТУЦИОНАЛНИ АСПЕКТИ НА КОРПОРАТИВНИТЕ ФИНАНСИ

Гл. ас. д-р Емил Калчев, Нов български университет

*Съвременните корпоративни финанси, така като са изложени в стандартните учебници, са резултат от дългогодишна и разнопосочна еволюция на икономическата теория и стопанската практика. Поради това те имат еkleктичен характер, което е и причината, на читателя не винаги да е съвсем ясно от кой идеен фундамент идва едно или друго твърдение или интерпретация, както и защо отделните елементи на дадена глава не могат да бъдат синхронизирани методически. Без претенция за изчерпателност в настоящия доклад ще бъдат очертани някои проблеми на (главното) неокласическо направление на корпоративните финанси и ще бъдат илюстрирани предложения за решаването им, идващи от неoinституционалното. Във връзка с това ще бъдат скицирани основните черти от аргументацията на тези две микроикономически направления, които се допълват по подходящ начин в сферата на корпоративните финанси.*

## 1. Изходни позиции

Теорията на корпоративните финанси се базира в голяма степен на теорията на фирмата, която работи с две перспективи – фирмена и индивидуална. Първата признава икономическа субектност на фирмата и в нея се открива влиянието на правото и макроикономическия подход. От нея фирмата е субект (юридическо лице), целящ задоволяване потребностите на потребителите със стоки и услуги, откъдето и централна ѝ функционална област е производството. Корпоративните финанси са допълнение към него и имат за задача да осигуряват необходимите финансови ресурси за инвестиции, както и да гарантират ликвидността на фирмата, така че от това да не произтича разстройство на производството. Стратегическите решения във фирмата засягат главно рационализирането и поевтиняването на производството.<sup>35</sup>

В противовес на фирмената, индивидуалната (микроикономическата) перспектива не признава икономическа субектност на фирмата и я разглежда като инструмент за постигане целите на икономически индивиди; те са субекти, преследващи целите си чрез нея. Следователно критерий за оценка на решенията във фирмата е приносът им за постигане на индивидуалните цели. Тази ситуация поставя микроикономическата теория, която цели методическото подпомагане при вземането на индивидуални решения, в проблемна ситуация, защото не само свързаните с фирмата групи субекти са различни и много на брой (доставчици, клиенти, инвеститори, кредитори, персонал, мениджмънт и др.), но същото важи и за целите, които те могат да преследват. Стъпка към преодоляване на тази ситуация е приемането на максималната полза за универсална индивидуална цел. Така теорията се сдобива с (абстрактен) критерий за оценка на решенията във фирмата, но във връзка с него възникват най-малко три проблема – първо, кое е източник на индивидуална полза, второ, интересите на икономическите индивиди във фирмата в хармония ли се или в конфликт и, трето, индивидите равнопоставени ли са във фирмата или се намират в йерархия.

---

<sup>35</sup> Вж.: Gutenberg, E. Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3: Die Finanzen. 8. Aufl., Berlin, 1980, S. 273 ff.

(1) Теорията твърди, че източник на полза е потреблението на блага, което не е еднократен акт, а перманентен процес, т.е. потреблението е поток от блага от околния свят към индивида, като много от тях се придобиват на пазара срещу пари. Следователно, за да “тече” поток от блага към индивида, от който да извлича той максимална полза, е необходимо от него към пазара да “изтича” еквивалентен паричен поток. За да може да “изтича” обаче този поток, първо трябва да се е “втекъл” отнякъде към него, като важи, че колкото повече пари са се “втекли”, толкова по-голяма полза може да си достави индивидът чрез размяната им срещу поток от блага. Източникът на паричен поток към индивида е фирмата и нейната роля и главна цел е да генерира този паричен поток. Ето защо във фирмата, схващана като инструмент на индивидите, финансите заемат първостепенна, а не второстепенна роля.

(2) За да функционира фирмата успешно, интересите на индивидите в нея трябва да са хармонизирани в достатъчна степен.<sup>36</sup> Според неокласиците хармонията на икономически интереси по принцип се осъществява от пазара. Той обаче може да е несъвършен – т.е. на него да има транзакционни разходи, индивидите да не са еднакво рационални, всеки от тях да не разполага с цялата налична информация и т.н., и да не може в пълнота да изпълнява тази си функция. Тогава се налага въвеждането на система от непазарни правила (права и задължения), т.е. въвеждане на институции, които да поемат хармонизирането на индивидуалните интереси. В неоинституционалната доктрина фирмите са такива институции (договори) и тяхната поява се обяснява с несъвършенството на пазарите.

(3) В рамките на договора, който е фирмата, заинтересованите групи индивиди нямат равни права и задължения. С най-много (имуществени) права се ползват собствениците на капитала, но те носят и най-голям риск. Следователно фирмата е йерархична структура. Щом в нея са водещи интересите на собствениците, логично е, че те трябва да вземат и решенията, за да могат да ги защитават. Неокласическото направление приема в тази насока дори, че интересите на другите групи са само ограничителни условия за решенията на собствениците, поради което то се абстрахира от тях, възприемайки изцяло гледната точка на последните. На практика обаче това далеч не е така. Другите заинтересовани групи могат да имат значително влияние във фирмата. Собствениците по правило делегират част от правата си на управители, които движат фирмените дела. Тяхното влияние във фирмата може да бъде огромно – напр. при разпръснатата структура на собствеността. Поставя се резонно въпросът дали те действително вземат решенията във фирмата в интерес на собствениците или в конфликт с тях? Този потенциален конфликт се разработва от неоинституционалната теория.

## **2. Централен проблем на неокласическата финансова теория**

Фирмата е инструмент за извличане на парични потоци от икономическите индивиди, като водещи са интересите на собствениците. Тъй като сферата на потреблението е извън фирмата, а собствениците по правило са много и с различни предпочитания, от гледище на управителите ѝ се поставя въпросът кой всъщност е интересът им, за да работят те за него. Потреблението е поток от блага, структуриран като стойности и съответните им времеви периоди. За да изпълняват функцията си - управление на паричните потоци в съответствие с интересите на собствениците, управителите не само

---

<sup>36</sup> Така напр.: Пирински, Х. *Доверието движи икономиката*. Мениджър, 8 бр., август 2011 г., стр. 18-20.

трябва да познават потребителските и рисковите преференции на всеки един от тях, да могат да ги остойностяват монетарно, но и да отчитат възможността те по всяко време да се променят. По-конкретно не е ясно как паричният поток от фирмата към собствениците да бъде структуриран, в т. ч. съобразен с обективните възможности и рискове на икономическата среда, така че да финансира желаните потоци от блага на всеки един от тях? Неокласическото направление решава този централен въпрос на корпоративните финанси посредством въвеждането на абстракцията “съвършен и пълен капиталов пазар”.

На такъв пазар всеки паричен поток може да бъде разменян срещу друг с произволна структура (колко, кога и с каква несигурност), но със същата (или по-малка) стойност. Следователно фирмата трябва само да генерира паричен поток с максимална стойност, независимо с каква структура. Всеки собственик може сам да размени своята част от него за равностойностен (или с по-малка стойност), чиято структура да отговаря на потребителските и рисковите му преференции. Така управителите вече имат ясна и изпълнима цел – да генерират за собствениците паричен поток с максимална нетна настояща стойност, което според тази теория е все едно да максимализират цената на акциите на фирмата на организирания капиталов пазар. За управителите неокласическата теория или (допълнително) предполага, че работят в интерес на собствениците, или (нормативно) постановява, че трябва да го правят, поради което потенциалният конфликт между тези две заинтересовани групи не се тематизира в това направление. Разбира се, равностойностните парични потоци ще бъдат безпроблемно заменяни един с друг, само ако са изчислени въз основа на една и съща норма на доходност, ако за всеки един, който се предлага, бъде намерен такъв, който се търси, като няма неразменени, както и ако няма транзакционни разходи. Пазарът, който отговаря на всички тези условия е съвършен и пълен. От това му качество произтича и друго важно следствие – индиферентността на финансирането на фирмата: то не влияе върху стойността на паричните потоци от нея към собствениците.

За функционирането на неокласическата теория на корпоративните финанси допускането за съвършен и пълен капиталов пазар е ключово. Че той е несъвършен и непълен обаче, е очевидно. Не се наблюдава един единствен лихвен процент в икономиката, във всички страни често се появяват и пукат спекулативни балони, други институции (напр. банки) свързват продавачи и купувачи на парични потоци срещу заплащане (транзакционни разходи), а няма изгледи те да изчезнат в близко бъдеще. Паричните потоци от фирмата към собствениците по правило не са произволно делими, а и няма гаранция, че те могат винаги бъдат разменяни срещу равностойностни (или по-малостойностни) с произволна структура.

Ползите от предпоставката “съвършен и пълен капиталов пазар” са: отлично структуриране на теорията, пределно ясни и прости послания, силно влияние върху практиката, яснота на концепциите и анализа, убедително обяснение на финансовите проблеми и феномени, стремеж за обективност на познанието и т. н. Остава неясен обаче размерът на грешките както в теоретичните, така и в практическите изводи. Или, срещу красотата на теорията седи нейната пределна абстрактност и ограничената ѝ практическа приложимост.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> Вж.: Schmidt, R.S. / Terberger, E., Grundzuege der Investitions- und Finanzierungstheorie, 3. Aufl., Wiesbaden, 1996, S. 38-76.

### 3. Неоинституционални аспекти

За разлика от стройната и абстрактна неокласическа теория на корпоративните финанси неоинституционалното направление в тях, въпреки общите им микроикономически корени с неокласическото, далеч не е така внушително: предметът му не е толкова ясно ограничен, посланията му не са окончателни (обективни), а зависят от конкретните условия и ситуации, а и проблемите често се илюстрират и решават въз основа примери. За сметка на това обаче то е по-конкретно и близко до практиката и, най-вече, то по подходящ начин допълва слабите места в неокласическата теория.

Неоинституционалистите не приемат централната предпоставка за съвършен и пълен капиталов пазар. Като основна причина за невалидността ѝ те изтъкват проблема с асиметричната информираност на пазарните участници относно качеството на разменяната стока. Например продавачът на обещанието, че ще върне кредита, е по-информиран от банката дали ще стори това; той дори може да вземе кредит с намерението да не го връща (морален хазарт). За да се предпази от такъв проблем банката (в случая) може да повиши лихвения процент по кредитите (т.е. тя може да реагира пазарно), но така ще отблъсне изправни кредитополучатели и ще селектира неизправните – само те ще са готови да сключат с нея договор при такава лихва, защото така или иначе не възнамеряват да връщат кредита (негативна селекция). Негативната селекция в резултат на пазарната реакция на банката води до още по-голяма непълнота и несъвършенство на пазара. Следователно необходим е непазарен начин на защита. Като такъв банките в цял свят широко прилагат интензивното проучване на кредитополучателя и контрола върху него, в т. ч. изискват в договора за кредит обезпечения и възможности за намеса. Чрез договора информационната асиметрия между страните намалява, интересите им се синхронизират, а стимулите за морален хазарт отслабват, което обаче има своята цена – транзакционни разходи.

Така, не можейки да предложи равностойна алтернатива на съвършения и пълен капиталов пазар, която да води до обективна оценка и произволна размяна на парични потоци, неоинституционалното направление се стреми да смекчи информационната асиметрия и стимулите за морален хазарт. То концентрира анализа си върху конфликтите на интереси във връзка с фирмата, които произтичат от обстоятелството, че индивидите се интересуват единствено от ползите (преди всичко свързани с паричния поток), които те самите могат да реализират от нея. За разрешаването на тези конфликти се предлагат институции (закони, договори, устави, неформални правила и др.), които допълват пазарния механизъм.

Главните финансови конфликти във фирмата са между собствениците и мениджърите и между собствениците и кредиторите. И двата се проявяват в рамките на т.нар. агентски отношения - договор, по силата на който принципали назначават агенти за извършването на дейности в техен интерес, като им делегират права за вземане на решения.<sup>38</sup>

Важна институция за поставяне на рамка на потенциалните финансови конфликти във фирмата е правно-регистрационната ѝ форма. Изборът ѝ е едно от централните решения на собствениците - чрез него те избират системата от правила, които ще

---

<sup>38</sup> Вж.: Jensen, M.C. / Meckling, W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Oct. 1976, pp. 350-360.

регулират бъдещото коопериране и конфликти на интереси. Тези правила засягат участието на заинтересованите групи в капитала на фирмата, в управлението и представителството ѝ, в разпределянето на печалбите и загубите, в контрола върху дейността ѝ, както и определят задълженията на фирмата за публичност. Изборът на форма касае непосредствено режима на данъчно облагане на фирмата и собствениците, както и взаимоотношенията им с кредиторите. Например у нас Търговският закон предвижда шест правни форми, от които трябва да бъде избрана една. Важно е да се подчертае, че в рамките на избраната форма собствениците могат да определят много от правилата в учредителния/дружествения договор.

Агентският конфликт между собственици и мениджъри възниква, когато последните притежават по-малко от 100 процента от собствеността на фирмата. Ако собственик сам управлява фирмата си, такъв конфликт няма. Щом той реши да отстъпи част от собствеността си върху нея на други, възниква потенциален конфликт. Например, поради това че вече само част от печалбата му принадлежи, собственикът може да реши да не работи така усилено, както досега, или да консумира повече за сметка на фирмата (луксозен офис, автомобил, произведения на изкуството, скъпи бизнес пътувания, вечери и т.н.), защото част от това потребление ще заплащат вече и други собственици. От друга страна, мениджърът, разполагайки с вътрешна информация, може да предложи такава цена за дяловете на външни собственици (напр. дребни акционери), че да ги изкупи посредством кредит, като по този начин завземе по-голямата част от собствеността, противопоставяйки се на другите собственици, които се оказват в малцинство. За да бъде гарантирано, че мениджърите работят в интерес на всички собственици, фирмата трябва да реализира допълнителни (агентски) разходи – например за мониторинг и контрол, за съответстващ дизайн на организационната структура, за изготвяне на подходящ договор за управление и т. н.

Агентският конфликт между собственици и кредитори засяга финансирането на фирмата и произтича от риска, който кредиторите понасят, предоставяйки за определен период паричен ресурс (кредит). Цената на кредита (лихвата) покрива риска на кредитора. Собствениците, след получаването на кредита, могат обаче да променят предназначението му и така да принудят кредиторите да носят фактически по-голям риск от този, който съответства на лихвите. Например те могат да вложат получения кредит в мащабна рискова инвестиция. Окаже ли се тя успешна, те ще получат целия допълнителен доход от нея, а за кредиторите ще отиде само договорената лихва. Провали ли се инвестицията, може да се наложи и кредиторите да понесат част от загубата. Ако собствениците практикуват морален хазарт, те вероятно не предвиждат връщане на фирмен кредит, а, разчитайки на ограничената отговорност (ако тя е ООД или АД), ще се стремят да „източат“ от нея всички ценни активи в личното си пространство, ощетявайки кредиторите. От друга страна, ако по отпуснат кредит е договорена плаваща лихва и лихвеното равнище в икономиката има тенденция за повишаване (напр. поради финансова криза), кредиторите могат да прехвърлят целия си риск, а и по-голям, върху собствениците, оказвайки се в привилегировано положение в сравнение с другите икономически актьори в икономиката, които понасят последствията от кризата (т.нар. системен риск).<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> Weston, F.J. / Brigham, E.F., Essentials of Managerial Finance. 8<sup>th</sup> ed., Chicago: Dryden, 1987, Chapter 1.

## Изводи

Фирмата е инструмент в ръцете на икономическите индивиди за генериране на парични потоци. Поради това корпоративните финанси заемат централна роля във функционалната ѝ структура. Елиминирайки посредством допускане “границата” между собственици и фирма, неокласическото направление изключва потенциалните конфликти между собственици и управители. Въз основа на допускането за съвършен и пълен капиталов пазар сферата на потреблението (на собствениците) се отделя от решенията, вземани във фирмата, което прави възможно хармонизирането на интересите на собствениците. При тази предпоставка финансирането е индиферентно към достигането на целите на собствениците. Неоинституционалното направление не приема тези предпоставки и тематизира, от една страна, агентския конфликт между собственици и управители. От друга страна, неоинституционалистите показват, че именно поради невалидността на предпоставката за съвършен и пълен капиталов пазар съществува изобщо фирмата, а хармония на интересите на икономическите индивиди в нея (не само на собствениците) може да се постигне чрез договори (институции), които допълват пазарния механизъм. Финансирането не е индиферентно към постигането целите на собствениците и другите групи заинтересовани лица. При него най-малкото съществува потенциален конфликт между собственици и кредитори. Общата рамка на интересите и конфликтите между различните групи икономически индивиди във фирмата се задава от избора на правно-регистрационна форма, както и от учредителния/дружествения договор. Изясняването на неоинституционалните аспекти на корпоративните финанси задълбочава и разширява познанията в тази област, допълвайки тези, свързани с оценяването на паричните потоци, което е централният обект на неокласическото направление. Неоинституционалният анализ обогатява също така методологията на корпоративните финанси, като допринася съществено за тяхната по-голяма реалистичност и практическа приложимост.