Тема . Современные исследования структуры капитала. ЧАСТЬ 2

И.В.Ивашковская

© И.В.Ивашковская

ВОПРОСЫ ТЕМЫ

- Принципы и направления развития моделей «порядка финансирования»:
  - Сигнальные объяснения
  - Агентское объяснение
- Проблема исследования роли интеллектуального капитала в выборе структуры капитала
- Исследования структуры капитала на растущих рынках: реферативная часть работы команд

© И.В.Ивашковская

АГЕНТСКИЕ ИЗДЕРЖКИ И ПОРЯДОК ФИНАНСИРОВАНИЯ

JENSEN, MECKLING (1976)

Гипотеза: собственники принимают решения о финансировании, чтобы достичь минимизации агентских издержек

❒ Расходы, направленные на создание персональных выгод менеджеров, снижают стоимость фирмы.

❒ Если бы менеджеры владели 100% фирмы, то противоречие между ее инвестиционной стоимостью и объемом расходов на персональные выгоды было бы сведено к минимуму.

❒ В случае наличия внешних собственников менеджеры не несут всей полноты издержек

❒ Внешние покупатели новых долей должны быть безразличны:

V отражает агентские издержки или V *без* влияния агентских издержек, но за минусом издержек наблюдения и контроля поведения менеджеров-собственников.

❒ Инвестиционая стоимость фирмы (V) будет выше, если ею владеют менеджеры, а не внешние собственники.

❒ Заемный капитал снижает агентские издержки

❒ Рост издержек финансовой неустойчивости толкает к акционерному финансированию

❒ Private equity эффективнее public equity

© И.В.Ивашковская

АГЕНТСКИЕ МОТИВЫ И ПОТОК СВОБОДНЫХ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

ПРИНЦИПЫ

Гипотеза: в решении агентской проблемы главное – предотвратить неэффективное использование потока свободных денежных средств

Jensen (1986)

- Заемный капитал – дисциплинирующий контракт
- Увеличивает стоимость акционерного капитала, поскольку предотвращает неэффективные инвестиции
- Финансовый рычаг должен зависеть от инвестиционных возможностей

ЗНАЧЕНИЕ

фирмы с возможностями роста – низкие debt ratio

фирмы с малыми возможностями - высокие debt ratio

© И.В.Ивашковская

Развитие агентского объяснения порядка финансирования. Myers (2003)

Агентские издержки могут навязывать порядок финансирования

- При недостатке внутренних средств:
  - использование risk free debt ведет к оптимальным вложениям (издержки от perks несут собственники, все выгоды – старые собственники)
  - использование outside equity:
    - агентские издержки несут «старые акционеры»
    - выгоды делят с новыми
    - new equity не эффективно: возможно underinvestment

© И.В.Ивашковская

ВВЕДЕНИЕ МОТИВОВ АГЕНТОВ В МОДЕЛИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Агентские издержки долга Jensen, Meckling, 1976

- Стимулы для менеджеров перераспределить стоимость фирмы в пользу акционеров
- Рост требований к доходности со стороны кредиторов (рост затрат на капитал)
- Принятие более рисковых проектов

“Debt overhang” / risk shifting

Долг растет, агентские издержки растут

Агентские издержки внешнего владения акциями (Myers, 2003)

- “Internalization of costs” (perks)
- разделение выгод

Underinvestment

Долг растет, агентские издержки падают

© И.В.Ивашковская

РАЗВИТИЕ АГЕНТСКОГО ОБЪЯСНЕНИЯ

ДИНАМИЧЕСКИЕ АГЕНТСКИЕ МОДЕЛИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Berkovich/Kim, 1990; Morrelec, 2004; Alkeson/ Cole, 2005

- Относительная роль агентских издержек долга и агентских издержек внешнего владения акциями
- Конфликт инвестиционной программы
- Поиск оптимального сочетания двух типов агентских издержек

© И.В.Ивашковская

ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ АГЕНТСКИХ КОНЦЕПЦИЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

МЕТОД СОБЫТИЙ

- Анализ изменений курса акций после объявления о выпуске облигаций

- Анализ изменений курса акций после объявления о выпуске рисковых облигаций

  Shyam-Synder (1991), Eckbo (1986)

- Анализ изменений курса акций после объявления о свопе: equity-for-debt и debt-for-equity

  Lie,Lie,McConnell (2001)

© И.В.Ивашковская

СТРУКТУРА КАПИТАЛА: ОБЪЕДИНЕННЫЙ ПОДХОД

КОМПРОМИСС АГЕНТСКИХ ИЗДЕРЖЕК И ИЗДЕРЖЕК ИНФОРМАЦИОННОЙ АСИММЕТРИИ

ПРИНЦИПЫ: Harris, Raviv (1990)

- ❒ Заемный капитал - одновременно сигнал и дисциплинирующий инструмент
- ❒ Первый тип сигнала – хорошее качество потока денежных средств
- ❒ Второй тип сигнала - в период необходимости урегулирования или банкротства

ЗНАЧЕНИЕ

В условиях неуверенности в качестве стратегии фирмы и «добросовестности» команды нужен заемный капитал для выявления информации

ПРИНЦИПЫ: *Stulz (1990)*

- ❒ Акционеры не имеют всей информации о FCF и инвестиционных возможностях
- ❒ Личные выгоды менеджеров как мотив очевидны
- ❒ Акционеры не доверяют предложениям менеджеров, менеджеры всегда стремятся к избыточным инвестициям
- ❒ Последствия: недостаточные инвестиции и избыточные инвестиции
- ❒ И долг, и выпуск акций ведут к обоим исходам

ЗНАЧЕНИЕ

Существует единственно верный уровень debt ratio для фирмы

© И.В.Ивашковская

НОВЫЕ ПОДХОДЫ

ПРОБЛЕМА ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА

ТРАДИЦИОННЫЙ ТИП ФИРМЫ

Материальные активы – главный источник доходов

Медленный темп инноваций в процессах и качестве

Слабая конкуренции на рынках промежуточной продукции

Вертикально интегрированные структуры

Активы «как есть» и контроль над ними – основа присвоения стоимости возможностей роста

НОВЫЙ ТИП ФИРМЫ

Нематериальные активы

Резкий рост роли инноваций в процессах и качестве

Резкая интенсификация конкуренции на рынках промежуточной продукции

Распад вертикально интегрированных структур

Присвоение стоимости возможностей роста не однозначно

© И.В.Ивашковская

НОВЫЕ ПОДХОДЫ: RAJAN, ZINGALES (2000)

Новая концепция фирмы → **Новая концепция COFD**

- Роль «специфических инвестиций», сконцентрированных вокруг определенных ключевых ресурсов / *«организационный капитал»*
- Связь вознаграждения персонала со «специфическими инвестициями», поощрение специализации
- Стимулы персонала зависят от продолжительности возможностей роста
- Активы «как есть» связаны с возможностями роста общим организационным капиталом» (strong complementarity)

Утрата организационного капитала

Новая роль структуры капитала

Не просто концепция финансирования, но и инструмент удержания выгод фирмы и сохранения их от исчезновения из-за конкуренции между «заинтересованными лицами»

Новый подход к оценке стоимости

Никто из участников фирмы не является носителем остаточных требований к активам и не имеет контроля над «организационным капиталом».-

Total value?

© И.В.Ивашковская

РОЛЬ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА: HART- MOORE (1998)

- **Инвестиции интеллектуального капитала:**
  - **принятие риска**
  - **«sweat equity»**
  - **специализация**

- **«Случай предпринимателя»:**
  - **не возможность контрактного регулирования вклада**
  - **нет способа выявления правильности распределения потока денежных средств**
  - **внешний инвестор должен внести капитал для финансирования материальных активов**
  - **внешний инвестор не может извлечь из фирмы больше, чем стоимость ее реальных активов**
  - **заемный капитал - приоритетный источник финансирования**

© И.В.Ивашковская

НОВЫЕ ПОДХОДЫ: TITMAN (1984)

STAKEHOLDER'S APPROACH:

ГИПОТЕЗА:
Способ взаимодействия с non-financial stakeholders влияет на структуру капитала

- **Заинтересованные лица ставят на долгосрочную перспективу фирмы**
- **Высокий финансовый рычаг:**
  - **реакция потребителей**
  - **поведение поставщиков**
  - **поведение персонала**
- **Финансовый рычаг как стратегический инструмент: конкуренты**

© И.В.Ивашковская

РАЗЛИЧИЯ НОВЫХ И КЛАССИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ

КЛАССИЧЕСКИЕ:

-фокус на распределении потоков денежных средств

- фиксированные права (заемный капитал) против остаточных требований к потоку денежных средств (собственный капитал)

НОВЫЕ :

- проблема потока денежных средств – не главная

-финансирование – это средство обеспечения эффективности интеллектуального капитала или организационного капитала.

- тип, инструменты должны быть «подобраны» под эту задачу

- фокус на распределении прав контроля и прав на потоки денежных средств

© И.В.Ивашковская

ТЕСТИРОВАНИЕ СТЕЙКХОЛДЕРСКОГО ОБЪЯСНЕНИЯ

1.Выделение proxy для обозначения фирм с высокой чувствительностью к проблеме стейкхолдеров

Поиск связи с высоким финансовым рычагом

Titman/Wessels,1988:

- Фирмы с уникальными и высокоспециализированными продуктами: (R&D)/sales, (Selling&General administrative expense)/sales)
- более низкие финансовые рычаги

© И.В.Ивашковская

ТЕСТИРОВАНИЕ СТЕЙКХОЛДЕРСКОГО ОБЪЯСНЕНИЯ

2. Изучение влияния финансового рычага на взаимоотношения со стейкхолдерами и конкурентами

- связь финансового рычага (влияния) и employment: Bronard/Deere,1991: долг защищает SHV путем снижения средств, которые могли бы быть напарлвены на зарплату.Долг как инструмент противодействия профсоюзам

-Sharpe,1994; Hanka,1998Ж долг дисциплинирует менеджмент. снижает возможности использовать сверхурочные часы

- sales, product market prices:

-Opler/Titman (1994); Zingales,1998:снижение конкурентоспособности «чувствительных» фирм из-за высокого фин рычага, анализ и моделирование косвенных издержек фин неустойчивости

- Phillips,1995; Chevalier (1995),Chevalier/Scharfstein,1996:
  - -изменения цен на продукцию после LBO
  - -Долг влияет на ценовые политики и на рыночные доли

-Campello, 2003: влияние структуры капитала на конкуренцию на продуктовых рынках , cross section промышленных компаний

СТРУКТУРА КАПИТАЛА ФИРМ НА РАСТУЩИХ РЫНКАХ

Исследование Glen: 44 страны (77% фирм развитых стран, 33% растущих рынков), 8000 отчетов за период 1994-2000г

Структура капитала

- **Финансовый рычаг ниже**
- **Снижение за несколько последних лет**
- **Текущие обязательства финансируют большую долю совокупных активов, чем в фирмах развитых стран**
- **Различия в финансовом рычаге не объясняются ни страновыми различиями, ни отраслевыми**

Размер фирм

Структура активов

ROA, ROE

Страновые различия в большей мере объясняют различия в переменных, чем отраслевые или размер.

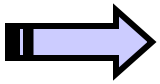
Самый главный фактор, объясняющий различия – особенности фирмы

Факторы различий переменных аналогичны.

© И.В.Ивашковская

ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ РАСТУЩИХ РЫНКОВ КАПИТАЛА

- **Острые формы проявления информационной асимметрии, конфликта агентов и собственников, косвенные и прямые издержки финансовой неустойчивости.**
- **Распределение дохода на растущих рынках капитала крайне неравномерно, финансовые ресурсы недостаточны и высоко концентрированы.**
- **Финансовая информация о фирме сконцентрирована в узком кругу.**
- **Категории инвесторов и менеджеров, обладающие более качественной информацией, влияют на крупные потоки капитала в сопоставлении с общим объемом рынка капитала.**



Роль аргументов агентских издержек и информационной асимметрии именно в этой среде должна быть наиболее существенна.

© И.В.Ивашковская

ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ РАСТУЩИХ РЫНКОВ КАПИТАЛА

- **Аналитические задачи принципиально не отличаются.**
- **Модели применительно к определенным *категориям* фирм**

  модель *M. Jensen u J. Meckling*:

  малым и средним фирмам, в которых доля менеджеров в собственности существенно выше, чем в крупных.

  фирмы взаимодействуют с внешними инвесторами, права которых в реальной практике слабо защищены.

- **Эмпирические исследования политики финансирования фирм на растущих рынках капитала:**

  финансовый рычаг таких фирм связан с набором характеристик самих фирм, аналогичным компаниям на развитых рынках [*Booth,2001, Glen 2003*].

© И.В.Ивашковская

ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ РАСТУЩИХ РЫНКОВ КАПИТАЛА

❒ **Дополнительное воздействие ряда факторов:**

Общеэкономические факторы:

нестабильности доходов населения, выручки и потоков денежных средств

инфляция, соотношение этого темпа с движением процентных ставок.

снижают стимулы кредиторов предоставлять средства на длительное время

затрудняют возможности фирм планировать потоки денежных средств, необходимые для расчетов по заемному капиталу в срок.

❒ ***Правовые факторы:*** **слабая правовая защита инвесторов**

эмпирические исследования *La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer, Vishny*

низкий уровень институциональной защиты препятствует использованию внешних источников финансирования.

© И.В.Ивашковская

Значение теоретической модели структуры капитала

Состояние рынка капитала

Совершенный ← *Несовершенный*

Не ограничены — ***Возможности инвестора создавать портфели-копии*** — *Исчезают*

- Структура капитала влияет на стоимость фирмы по мере накопления несовершенств в механизме рынка
- Степень проявления влияния структуры капитала зависит и от характеристик фирмы
- Существует оптимальная структура капитала для конкретной фирмы
- Выводы модели значимы на растущем рынке капитала

© И.В.Ивашковская