

**Тема . Современные исследования
структуры капитала.
ЧАСТЬ 2**

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

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.
- Инвестиционная 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

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

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

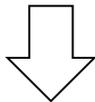
new equity не эффективно: возможно underinvestment

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 рискованных проектов

“Debt overhang” / risk shifting

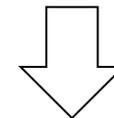


Долг растет, агентские издержки растут

Агентские издержки внешнего владения акциями (Myers, 2003)

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

Underinvestment



Долг растет, агентские издержки падают

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

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 рискованных 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)

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

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

НОВЫЕ ПОДХОДЫ: RAJAN, ZINGALES (2000)

Новая концепция фирмы

- 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)

Новая концепция COFD

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?

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

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**

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

ТЕСТИРОВАНИЕ СТЕЙКХОЛДЕРСКОГО ОБЪЯСНЕНИЯ

1. Выделение проху 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

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 направлены на зарплату. Долг как инструмент противодействия профсоюзам
- Sharpe, 1994; Hanka, 1998: 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

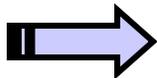
Страновые различия в большей мере объясняют различия в переменных, чем отраслевые или размер.

Самый главный фактор, объясняющий различия – особенности фирмы

Факторы различий переменных аналогичны.

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.

ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ РАСТУЩИХ РЫНКОВ КАПИТАЛА

□ Аналитические задачи принципиально не отличаются.

□ Модели применительно к определенным *категориям* фирм

модель *M. Jensen и 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*].

ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ РАСТУЩИХ РЫНКОВ КАПИТАЛА

□ **Дополнительное воздействие ряда факторов:**

Общэкономические 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

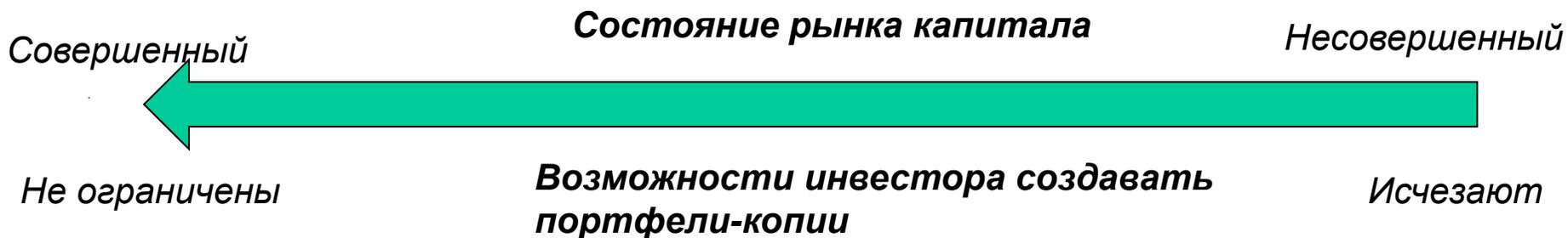
затрудняют возможности фирм планировать потоки денежных средств, необходимые для расчетов по заемному капиталу в срок.

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

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

низкий уровень институциональной защиты препятствует использованию внешних источников финансирования.

Значение теоретической модели структуры капитала



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