

*А. В. Бакулев*

## **КОНЦЕПЦИИ ОПТИМАЛЬНОСТИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ПРАВ СОБСТВЕННОСТИ: КРИТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**

В статье анализируются основные теории, затрагивающие вопросы оптимальности структуры капитала и структуры прав собственности. В отличие от предыдущих исследований в рамках работы акцентируется внимание на специфичных человеческих активах, играющих все большую роль в современном бизнесе. Сформулированы новые задачи по развитию теории в рамках рассматриваемой проблемы.

### **ВВЕДЕНИЕ**

В последние годы характерной особенностью российской экономики является динамичный темп развития бизнеса, что, в свою очередь, задает высокие требования к формированию структуры капитала и устойчивой структуры собственности. Во-первых, все большее количество достаточно крупных компаний ставит своей целью максимизацию стоимости бизнеса. При этом одним из наиболее значимых рычагов влияния на стоимость компании является поиск источников финансирования, а также определение оптимальной структуры капитала. Во-вторых, многие средние компании проводят целенаправленную политику по повышению своей привлекательности, либо стремясь привлечь инвесторов для решения стратегических задач, либо с целью «капитализации успеха» собственниками компании. Эти задачи тесно связаны с созданием и поддержанием долгосрочной финансовой стабильности компании. Немаловажным также является тот факт, что в условиях бурного развития малого бизнеса предприниматели ведут активный поиск партнеров для совместной реализации разработанных идей. Привлечение таких партнеров невозможно без взвешенного обоснования вклада каждого участника проекта в совместный бизнес и дальнейшего распределения денежных потоков в случае успешной реализации.

Иными словами, решение задач, выдвигаемых бизнесом в настоящее время, требует четкого понимания основных концепций по построению оптимальной структуры капитала и структуры прав собственности компа-

нии<sup>1</sup>. Анализ основных закономерностей этой предметной области может помочь руководителю или собственнику компании обоснованно подойти к созданию устойчивого и стабильного бизнеса, имеющего высокую капитализацию.

В настоящей статье предлагаются описание и классификация наиболее важных подходов к проблемам формирования структуры капитала компании, а также анализируется возможность их использования в современных экономических условиях.

Прежде чем приступить к анализу современных концепций формирования оптимальной структуры капитала, сразу хотелось бы обратить внимание читателя на некоторую «однобокость» существующей общепринятой интерпретации понятия «структура капитала». Дело в том, что оно традиционно рассматривается лишь с позиций соотношения собственного и заемного финансирования<sup>2</sup>. Корни именно такого понимания структуры капитала компании были заложены М. Миллером и Ф. Модильяни в их знаменитой теореме, утверждающей, что стоимость компании не зависит от соотношения структуры заемного и собственного капитала [Модильяни, Миллер, 1999]. Авторы показали, что при соблюдении достаточно жестких предпосылок не должно быть систематических расхождений в структуре капитала между различными компаниями. Следует напомнить, что предпосылки, ограничивающие действия теоремы, являлись спорными с точки зрения реального экономического пространства, что во многом и определило ход дальнейших исследований. Практически все они построены по похожей схеме: исследователи отказывались от тех или иных предпосылок теоремы и акцентировали свое внимание на оптимальном соотношении собственных и заемных средств компании, оставаясь при этом в рамках предложенного Модильяни и Миллером подхода к интерпретации структуры капитала.

В настоящей работе, напротив, предлагается несколько расширить понятие структуры капитала и понимать под ней не только значение финансового рычага компании, но и *распределение прав собственности (акционерного капитала) компании среди ее собственников (ownership structure)*. В рамках такого расширенного подхода структура капитала компании рас-

---

<sup>1</sup> И. В. Осколков в своей статье [Осколков, 2001] ставит вопрос о влиянии левой части баланса фирмы — структуры активов — на правую часть баланса — структуру пассивов, которая одновременно включает в себя как структуру капитала, так и структуру прав собственности.

<sup>2</sup> Например, Р. Брейли и С. Майерс [Брейли, Майерс, 1997, с. 429] понимают под структурой капитала комбинацию ценных бумаг фирмы: обыкновенные и привилегированные акции, банковские кредиты, различные виды облигаций и др. При этом внутри понятия структуры капитала не рассматривается распределение ценных бумаг среди стейкхолдеров компании.

считается с точки зрения долевого участия в ней различных стейкхолдеров, которые могут финансировать компанию в виде долговых обязательств (например, облигации, займы, налоговые кредиты и т. д.) и вкладывать собственные деньги в виде акционерного капитала (например, обыкновенные и привилегированные акции). При этом различаются объем и условия вклада каждого стейкхолдера в капитал компании.

Важность и новизна такого подхода также связаны с тем, что разработанные на данный момент теории структуры капитала, рассматривая, как уже было отмечено, оптимальное соотношение собственных и заемных средств, практически оставляют вне поля зрения вопросы оптимальности структуры прав собственности.

Для более комплексного освещения проблемы предлагается обратиться к существующим теориям структуры капитала и разобраться в том, что предлагает классический подход к пониманию вопроса. Среди ключевых исследователей, внесших наибольший вклад в развитие данной проблематики, необходимо прежде всего выделить, помимо М. Миллера и Ф. Модильяни, Х. Демсетца, М. Дженсена, С. Гроссмана, О. Харта и др. Результатом их исследований стало выявление набора факторов, прямо или косвенно влияющих на соотношение собственного и заемного капитала в структуре финансирования компаний. Классифицируем их по направленности воздействия на финансовый леверидж корпораций и осветим кратко специфику их действия.

#### **ФАКТОРЫ, ПОЛОЖИТЕЛЬНО КОРРЕЛИРУЮЩИЕ С ФИНАНСОВЫМ ЛЕВЕРИДЖЕМ КОМПАНИИ**

Наличие данных факторов способствует росту доли заемного капитала в общем объеме финансирования. В качестве одного из первых аспектов экономической деятельности фирмы, способных повлиять на соотношение заемных и собственных средств, был выделен так называемый *налоговый щит*, возникающий в распоряжении компаний в случае законодательно разрешенной возможности вычитать из налогооблагаемой базы проценты по кредитам. Это понятие впервые было введено самими основоположниками всей концепции — Модильяни и Миллером — в статье «Taxes and the Cost of Capital» [Modigliani, Miller, 1963]. В соответствии с их идеей фирмы могут увеличивать свой чистый денежный поток, финансируясь в большей степени за счет долговых обязательств, а не собственного капитала. Увеличение доли заемных средств уменьшает реальную посленалоговую стоимость капитала и увеличивает стоимость компании. Стоимость компании, таким образом, максимизируется при 100%-м финансировании за счет долга. Вместе с тем не вызывает сомнения тот факт, что в реальной экономической среде практически нет фирм, финансируемых только за счет заемных средств, да и сама долговая форма финансирования существовала задолго до появления налога

на прибыль. В последующие десятилетия появились теоретические исследования, выделившие факторы, действующие на несовершенном рынке капитала, которые значительно снижают выгоды заемного финансирования. Более того, многие авторы обосновывали оптимальную структуру капитала, отличающуюся от 100%-й долговой структуры.

Одной из теорий, объясняющей нивелирование налоговых выгод при увеличении долгового рычага, является *теория компромисса*. Она говорит о том, что фирма будет увеличивать объем долга до тех пор, пока предельная стоимость, создаваемая за счет роста налогового щита, не будет компенсирована ростом стоимости возможных финансовых затруднений компании из-за увеличения объема долга. Факторы, включенные в финансовые затруднения, будут рассмотрены далее, здесь мы допускаем, что они существуют и влияют на снижение рыночной стоимости фирмы.

Теория компромисса предполагает, что фирма всегда должна пользоваться налоговыми преимуществами, если возможные издержки финансовых затруднений достаточно низки. Тем не менее данный факт опровергается во многих работах. Интересным с этой точки зрения выглядит исследование Дж. Грехэма [Graham, 2000], показывающее, что большие, прибыльные, ликвидные компании имеют очень консервативный финансовый леверидж. Опираясь на его данные, можно с уверенностью говорить о том, что средняя фирма могла бы вдвое увеличить объем долга, оставаясь при этом консервативной. Грехэм [Graham, 2000, p. 1934] оценивает возможный рост капитализации компаний в данном случае на 7,5%, что является очень весомой величиной.

Тем не менее, следуя теории компромисса, можно выделить еще факторы, которые должны положительно влиять на финансовый леверидж компании, например степень ликвидности активов. О. Уильямсон [Уильямсон, 1996] в своей работе подробно проанализировал влияние *степени перемещаемости активов*<sup>3</sup> на соотношение долей заемного и собственного капитала. Автор приходит к выводу о положительной зависимости, проводя ряд рассуждений относительно издержек банкротства компании. Фирма, обладающая полностью перемещаемыми активами, не подвержена столь сильному снижению стоимости в случае прохождения процедуры банкротства по сравнению с компанией, имеющей в своей собственности непере- мещаемые, специфичные активы. Соответственно, у ее кредиторов появится больше шансов для реализации своего преимущественного права на получение денег. Такая компания при прочих равных будет иметь большую долю заемных средств в структуре капитала.

---

<sup>3</sup> Под перемещаемостью активов Уильямсон понимает степень специфичности местоположения актива [Уильямсон, 1996].

В случае если инвесторы на рынке не могут адекватно оценить уровень кредитоспособности заемщика, то фирмы с высоким уровнем кредитоспособности вынуждены предпринимать определенные действия, которые были бы достаточно затратны для плохих заемщиков. Различные исследователи [Myers, Majluf, 1984; Ross, 1977] строили так называемые сигнальные модели, рассматривающие структуру капитала (дивидендные выплаты, долю акций компании в руках менеджмента) в качестве средства передачи *достоверных сигналов* инвесторам. Эти сигналы призваны свидетельствовать о способности компании рассчитаться по долгам с кредиторами: фирмы, располагающие значительным объемом заемных средств, уверены в своей финансовой состоятельности в будущем и тем самым вызывают доверие инвесторов. На некоторых рынках одним из вариантов достоверного сигнала для инвесторов являются инвестиции фирмы в бренд и репутацию. Об этом упоминается в исследованиях [Klein, Leffner, 1981; Shapiro, 1983]. Несмотря на то что эти активы являются специфическими и нематериальными, они играют роль залога для кредиторов, так как репутация фирмы серьезно пострадает, если она не сможет выплачивать проценты по кредитам. Фирма, однажды проинвестировав в свое имя, создав себе определенную репутацию, вынуждена постоянно ее поддерживать за счет новых вложений. Так, рынок может проинтерпретировать значительное снижение инвестиций в рекламу как подготовку компании к быстрому «сбору урожая» и выходу с рынка. Таким образом, постоянная поддержка репутации компании может служить для кредиторов неким гарантом того, что фирмы будут «агрессивно» вести себя на своем рынке. В результате стоимость финансирования для таких компаний постепенно снижается. В связи с этим можно предположить, что финансовый леверидж компании находится также в прямой зависимости от ее инвестиций в *«репутационные» активы*.

Среди других факторов, положительно влияющих на долговой рычаг компании, можно отметить отраслевые особенности, которым уделено значительное внимание в работах Дж. Скотта [Scott, 1980]. Фирмы в *регулируемых отраслях*, к примеру, имеют более стабильные денежные потоки и, следовательно, меньшие риски финансовых затруднений. В таких отраслях фирмы должны располагать более высоким уровнем долгового рычага по сравнению с другими отраслями.

#### **ФАКТОРЫ, ОТРИЦАТЕЛЬНО КОРРЕЛИРУЮЩИЕ С ФИНАНСОВЫМ ЛЕВЕРИДЖЕМ КОМПАНИИ**

Г. Д'Анжело и Р. Мазулис в своем исследовании [DeAngelo, Masulis, 1980] проанализировали различные *налоговые преимущества, возникающие в процессе инвестирования, но не связанные с долговыми обязательствами*

(к ним тоже вполне применим термин «налоговый щит»). Дело в том, что фирмы, имеющие небольшие прибыли до вычета процентов и налогов или работающие в убыток, не могут полностью воспользоваться выгодами «налогового щита» за счет списания на затраты процентных платежей. Для целей защиты от налогов они могут применять инвестиционные налоговые кредиты, ускоренные методы амортизации, инвестиции в нематериальные активы, которые можно списывать в течение года. Дело в том, что налоговое законодательство некоторых стран допускает налоговые послабления при осуществлении инвестиций безотносительно источника финансирования. В этом же контексте можно рассматривать расходы на рекламу, научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы. Таким образом, компании, имеющие высокую вероятность столкновения с финансовыми трудностями в будущем, должны иметь меньше займов в своей структуре по сравнению с устойчивыми прибыльными фирмами, для которых процентные платежи являются важным фактором налоговой защиты.

Вспомним, что одной из теорий, объясняющей уровень долгового рычага, является теория компромисса, соотносящая выгоды от использования налогового щита с возможными финансовыми затруднениями. Последние сводятся к возникновению издержек банкротства или реорганизации компании, а также некоторых агентских издержек. Рост возможных финансовых затруднений отрицательно коррелирует с уровнем финансового левериджа компании: чем больше вероятность их возникновения, тем меньше кредиторы доверяют компании, тем выше процентные ставки на кредиты и тем самым ниже уровень долга.

Одним из факторов, влияющих на рост финансовых затруднений, является *высокая волатильность прибылей*. Волатильность прибылей выступает косвенной оценкой делового риска компании, следовательно, способствует увеличению вероятности банкротства, что снижает уровень доверия кредиторов и повышает стоимость внешних займов. Небезынтересно отметить, что волатильность прибыли также уменьшает вероятность того факта, что компания сможет воспользоваться выгодами от налогового щита. В результате чем выше волатильность прибыли, тем ниже уровень долгового рычага компании. Наличие *отрицательной прибыли* у компании имеет такое же влияние.

*Специфичность активов*, в свою очередь, является краеугольным понятием в работах многих исследователей, занимающихся вопросами структуры капитала. В частности, Уильямсон [Williamson, 1988] подчеркивает, что при прочих равных условиях акционерный капитал при увеличении специфичности активов является более предпочтительной структурой управления. Такая фирма в случае банкротства или ликвидации теряет больше в своей стоимости, тем самым ограничивая преимущественное право кредитора на

получение денег. Следовательно, можно констатировать наличие обратной зависимости между финансовым левэриджем компании и инвестициями в нематериальные специализированные активы (в противоположность влиянию перемещаемости активов). Уильямсон [Williamson, 1988] в другой своей работе особо подчеркнул, что выбор степени специфичности актива является стратегическим выбором для компании. Таким образом, поскольку выбор типов активов выступает составной частью стратегии бизнеса, то очевидна взаимосвязь между финансовым левэриджем компании и ее стратегией. Многие исследователи (напр.: [Bredly et al., 1984; Graham, 2000; Frank, Goyal, 2004]), характеризуют наличие специфичных активов в компании за счет измерения объема расходов на рекламу, исследования и разработки, а также наличия на балансе нематериальных активов.

Титман [Titman, 1984] отмечает взаимосвязь между *уникальностью продукта или отрасли* и уровнем долгового рычага. Если фирма, выпускающая уникальный продукт, ликвидируется, то это влечет за собой, во-первых, рост издержек для потребителей продукции фирмы, так как сервисная поддержка является уникальной для данной продукции, во-вторых, возникновение ситуации, при которой работники фирмы и поставщики сильно пострадают от банкротства компании из-за обладания специфичными относительно данного продукта активами. Таким образом, компания, выпускающая уникальный продукт, или работающая в уникальной отрасли должна, иметь как можно меньше долга, чтобы сократить вероятность банкротства компании.

Как было отмечено выше, в издержки финансовых затруднений некоторые авторы (напр.: [Брейли, Майерс, 1997, с. 487; Myers, 2001, р. 89]) включают и *агентские издержки*. Остановимся подробнее на влиянии *агентских издержек*. Один из ведущих исследователей вопросов оптимальности структуры капитала Майерс [Myers, 1984] особое внимание уделял издержкам, возникающим из-за разногласий между акционерами и кредиторами. Конфликт проявляется в том, что акционеры стремятся реализовать инвестиционные проекты с более высоким доходом и, соответственно, с более высоким риском, чем предпочли бы кредиторы, заинтересованные в возврате своих вложений. Эта проблема получила название «замещение активов» (asset substitution problem). Ее существование, наряду с проблемой переинвестирования, приводит к тому, что ряд прибыльных проектов может быть отклонен. Майерс в своих исследованиях подчеркивает, что эти проблемы особенно актуальны для тех активов, которые позволяют компании реализовать различные *возможности роста* в будущем. Иными словами, чем больше компания инвестирует в такие активы, тем более настороженно будут относиться кредиторы к деятельности фирмы, тем меньше будет величина ее заемных средств в структуре капитала.

М. Дженсен и У. Меклинг в статье [Jensen, Meckling, 1976], впервые осветившей вопросы агентских издержек, останавливались на другой стороне агентских отношений — несогласованности интересов акционеров и менеджеров. Чем меньше доля владения акцией у менеджера, рассуждали они, тем больше он стремится потреблять различных благ за счет компании и, соответственно, внешних акционеров. Развивая данную концепцию, М. Дженсен, С. Гроссман и О. Харт в своих дальнейших исследованиях, связанных с проблемой минимизации агентских издержек [Grossman, Hart, 1982; Jensen, 1986], утверждают, что ее частичное решение возможно за счет заемного финансирования, которое ограничивает масштаб «злоупотреблений» менеджера. Большой внешний долг усиливает вероятность банкротства компании, следовательно, увеличивается риск для менеджера как управленца потерять работу и испортить свою репутацию. По утверждению Дженсена, основной характеристикой фирм, которым выгодно использовать долговую нагрузку для дисциплинирования поведения менеджеров, является существенное превышение денежных потоков фирмы над возможностями их роста [Balakrishnan, Fox, 1993; Lang, Ofek, 1996]. Таким образом, существование агентской проблемы в обеих ипостасях (кредиторы — акционеры, менеджеры — акционеры) приводит к обратной зависимости между финансовым левэриджем компании и возможностями ее роста.

Одной из теорий, объясняющих влияние *асимметрии информации* на структуру капитала, является так называемая *теория иерархий* (pecking order theory), разработанная в 1984 г. в статьях С. Майерса и Н. Мэйлафа [Myers, 1984; Myers, Majluf, 1984]. Опираясь на ряд предпосылок, основная из которых состоит в том, что фирмы предпочитают внутренние источники финансирования, ее сторонники делают заключение о том, что *высокая прибыльность* компании ведет к более низкому коэффициенту долгового финансирования (в этом случае у фирмы достаточно внутренних ресурсов для финансирования своих капиталовложений). Этот вывод полностью противоречит заключениям *теории компромисса*, предполагающей, что у фирмы существует некий рассчитанный оптимальный уровень долга, к которому она постоянно стремится. В соответствии с закономерностями, которые устанавливает эта концепция, фирмы с высокими прибылями и сравнительно низкой вероятностью банкротства должны иметь достаточно высокий уровень долга для максимизации стоимости компании<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Другие исследователи [Sharpe, Nguyen, 1995; Frank, Goyal, 2004] отмечают, что фирма, не платящая дивиденды акционерам, обладает большей информационной асимметрией и, следовательно, больше предпочитает финансироваться за счет долга, а не за счет акционерного капитала.

#### РЕЗУЛЬТАТЫ ЭМПИРИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ В ОБЛАСТИ ВЛИЯНИЯ РАЗЛИЧНЫХ ФАКТОРОВ НА ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ КОМПАНИИ

Среди работ, концентрирующих свое внимание на перечисленных выше факторах, особенно ярко выделяется исследование, проведенное учеными М. Бредли, Г. Джареллом и Х. Кимом [Bredly, Jarrell, Kim, 1984]. Авторы эмпирически апробируют теоретические выводы о взаимосвязи между финансовыми факторами и финансовым леввериджем компании<sup>5</sup>. В свою очередь, С. Балакришнан и И. Фокс [Balakrishnan, Fox, 1993] проверяют взаимосвязи не только финансовых, но и стратегических факторов, влияющих на структуру капитала. При этом в качестве основы для анализа они выбирают фирмы, действующие в одной отрасли, таким образом нивелируя фактор отраслевой диверсификации компаний, значительно искажающий влияние параметров на структуру капитала. Ниже предлагается обобщение результатов относительно взаимосвязи выделенных факторов и финансового леввериджа, полученных в обозначенных выше и других исследованиях.

- ♦ Согласно Балакришнану, а также Бредли и его соавторам [Balakrishnan, Fox, 1993; Bredly, Jarrell, Kim, 1984], взаимосвязь между *волатильностью прибыли* и финансовым леввериджем компании статистически значима и характеризуется отрицательной корреляцией.
- ♦ В исследовании Бредли с соавторами [Bredly, Jarrell, Kim, 1984] взаимосвязь между *амортизацией* (как наиболее значимым субститутом для налогового долгового щита) и финансовым леввериджем компании оказалась статистически значимой и, вопреки теоретическим выводам, положительной. Одно из возможных объяснений этого обстоятельства состоит в том, что амортизация является отражением активов компании (таких, как недвижимость и оборудование), которые могут служить обеспечением для различных кредитов. В этом случае отношение амортизации к общей сумме активов можно рассматривать как степень «перемещаемости» (redeployable) активов фирмы, в связи с чем вполне обоснованно ожидать появления прямой зависимости. Рассматривая амортизацию в таком контексте, к аналогичным заключениям пришли Балакришнан и Фокс [Balakrishnan, Fox, 1993], а также Франк и Гойял [Frank, Goyal, 2004].
- ♦ Согласно работе [Bredly, Jarrell, Kim, 1984], бюджет компании на рекламу и исследования, который можно рассматривать в качестве фактора недолгового налогового щита, отрицательно влияет на

---

<sup>5</sup> Финансовый левверидж компании в исследовании [Bredly, Jarrell, Kim, 1984] измерялся как отношение балансовой стоимости долгосрочных обязательств компании к ее рыночной стоимости.

финансовый леверидж компании, что вполне согласуется с теоретическими выкладками. Похожие результаты получили М. Лонг и И. Мализ [Long, Malitz, 1985a; 1985b], С. Титман и Р. Весселс [Titman, Wessels, 1988], Р. Кейвз и Т. Пугел [Caves, Pugel, 1985], а также М. Спенс [Spence, 1985].

- ◆ Теория агентских издержек свидетельствует о том, что должна существовать отрицательная связь между *возможностями роста компании* и ее финансовым левериджем, что и было продемонстрировано в различных эмпирических исследованиях [Long, Malitz, 1985a; Balakrishnan, Fox, 1993; Barclay, Smith, Watts, 1995; Barclay, Smith, 1999].
- ◆ Развивая тематику *межотраслевых особенностей*, Бредли с соавторами [Bredly, Jarrell, Kim, 1984] обнаружил небольшое, но все-таки статистически значимое влияние отраслевых особенностей на структуру капитала. Балакришнан и Фокс [Balakrishnan, Fox, 1993] отметили существенно меньшую роль межотраслевых различий в выборе оптимальной структуры капитала по сравнению с другими факторами, влияющими на значение левериджа компании.
- ◆ Практически все исследователи в своих работах отмечают значимость *специфики активов* при выборе источника финансирования. Например, Н. Вилсон и Х. Жанг [Wilson, Zhang, 2000] провели интересное исследование, где в качестве измерителя специфичности активов выбрали объем инвестиций в технологии для производства уникального продукта. Они подтвердили, что такие инвестиции финансируются больше за счет собственного капитала, т. е. имеют отрицательную корреляцию с финансовым левериджем компании. Когда фирма оперирует на высококонкурентных рынках со стандартными продуктами (commodity market), то существует тенденция выбора долгового финансирования. Балакришнан и Фокс [Balakrishnan, Fox, 1993] отмечают отрицательную взаимосвязь между специфичностью активов, выраженных в виде расходов на исследования и разработки, и левериджем компании. При этом они указывают на значимость различия между специфичными нематериальными активами и легко реализуемыми активами. Например, устойчивый брэнд может быть легко продан, и, следовательно, возможна положительная связь между расходами на рекламу и левериджем, несмотря на нематериальную основу актива. Такие выводы, в свою очередь, вполне согласуются с теоретическими результатами, полученными ранее.
- ◆ Многие исследователи эмпирически проверяли правильность выводов теории компромисса и теории иерархий. Несмотря на заключе-

ние теории компромиссов, на практике прибыльные компании имеют достаточно низкий финансовый леверидж [Graham, 2000; Wald, 1999]. Более того, даже существует отрицательная корреляция между коэффициентом долгового финансирования и прибыльностью компаний [Rajan, 1995]<sup>6</sup>. Теория иерархий, напротив, позволяет объяснить, почему более прибыльные компании имеют низкий уровень долга: такие фирмы располагают большими возможностями по финансированию инвестиций за счет внутренних источников. Различные эмпирические проверки теории продемонстрировали правильность ее выводов [Chen, Lensink, Sterken, 1998; Drobetz, Fix, 2003; Nishioka, Baba, 2004; Shyam-Sunder, Myers, 1999]. Однако если бы она действительно определяла стратегию финансирования фирмы, то на рынке появились бы финансовые инструменты, позволяющие снизить издержки асимметрии информации. Например, Майерс [Myers, 2001] в качестве таковых предлагает «отложенные акции», представляющие собой долговую ценную бумагу с определенным номиналом, которая через год обменивается на акции компании с коэффициентом «номинал/стоимость акции на дату погашения». Таким образом, по его мнению, фирма имела бы возможность выпускать акции без «плохого» сигнала инвесторам.

Результаты сопоставления теоретических концепций и эмпирических исследований, проведенных к настоящему моменту, позволяют предположить, что классический подход к трактовке структуры капитала компании лишь с точки зрения соотношения заемных и собственных средств не дает исчерпывающего и однозначного понимания закономерностей деятельности корпораций. В связи с этим в ходе дальнейшего анализа будет предложено обратиться к работам, рассматривающим проблемы распределения прав собственности среди акционеров компании и сил влияния ее стейкхолдеров.

#### **ИССЛЕДОВАНИЕ ВОПРОСОВ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ПРАВ СОБСТВЕННОСТИ СРЕДИ СТЕЙКХОЛДЕРОВ КОМПАНИИ**

В рамках неоклассического подхода к интерпретации фирмы (идея «черного ящика») внутренние аспекты деятельности компании не рассматривались и, следовательно, вопросы распределения прав собственности компании и устойчивости бизнеса не ставились [Demsetz, 1991].

---

<sup>6</sup> Можно было бы предположить, что менеджеры по тем или иным причинам не видят преимущества налоговых щитов для максимизации благосостояния акционеров, но ряд проведенных исследований показывает, что они все-таки учитывают фактор наличия в своих решениях различных налоговых преимуществ для компании [Myers, Dill, Bautista, 1976; MacKie-Mason, 1990].

Другая трактовка фирмы была предложена «экономической теорией организации» [Бухвалов, Катъкало, 2005]. Часть концепций, освещаемых в рамках данной теории, развивалась в русле неинституциональной экономической теории<sup>7</sup>. К их числу относятся: теория трансакционных издержек, теория агентских отношений, теория прав собственности. Следует подчеркнуть, что именно в рамках этих разработок, имеющих в своей основе понятия контрактных отношений и связанных с ними трансакционных издержек, были частично затронуты вопросы оптимального распределения прав собственности среди стейкхолдеров компании.

*Теория трансакционных издержек* в явном виде предполагает, что структура прав собственности определяется исходя из критерия минимизации издержек на трансакции. В ситуации, когда максимальную цену платит владелец наиболее специфичного актива, достигается минимизация его трансакционных издержек, и автоматически минимизируются общие трансакционные издержки при заключении контракта (но никак не трансакционные издержки каждого участника сделки). В соответствии с этим право собственности будет полностью принадлежать тому стейкхолдеру, чьи инвестиции оказывают наиболее значимое влияние на доходы всех участников обмена. Причем такое распределение прав собственности считается наиболее устойчивым для сохранения долгосрочных отношений.

Теперь проанализируем, каким образом в «экономической теории организации» решается вопрос влияния *агентских издержек* на структуру прав собственности компании. Напомним, что агентские издержки возникают в ситуации, когда контракты между нанимателем (акционером компании) и его агентом (менеджером) являются неполными, а их исполнение не может быть проконтролировано без издержек. В ситуации неизменности структуры прав собственности для максимизации стоимости фирмы усиление контроля будет происходить до тех пор, пока затраты на его осуществление не превысят выгод от уменьшения личного потребления менеджеров. Теория агентских отношений говорит о том, что стоимость компании зависит от структуры акционерного капитала, а именно доли крупного собственника: чем больше доля крупного акционера-менеджера в капитале компании, тем менее выгодно ему отвлекать ресурсы компании на личное потребление, тем выше стоимость компании. Данную зависимость называют гипотезой о конвергенции интересов. Однако существует и противоположная гипотеза — об «окопав-

---

<sup>7</sup> Родоначальником всех концепций, построенных на основе выделения в качестве главного аспекта фирмы контрактных отношений и связанных с ними трансакционных издержек, можно считать Р. Коуза [Коуз, 1992], впервые представившего фирму как альтернативный рынку способ организации трансакций.

шихся менеджерах» [Чиркова, 1999], которая описывает ситуацию, когда несмотря на существенную долю акций в руках менеджера, он все равно действует неэффективно (крупный пакет акций «оберегает» от недружественного поглощения компании и, соответственно, снимает угрозу потери работы, социального статуса). Результаты проведенных эмпирических исследований Р. Морка, А. Шлейфера и Р. Вишни [Morck, Shleifer, Vishny, 1988] демонстрируют, что рыночная стоимость компании растет при увеличении доли акций в руках менеджеров от 0 до 5% и свыше 25%. Таким образом, решая простую оптимизационную задачу, можно сделать вывод о том, что стоимость компании максимальна в ситуации, когда менеджером компании принадлежит 100% акционерного капитала. При этом вопросы равновесности структуры собственности, т. е. устойчивости бизнеса, теорией агентских отношений, как и неоклассической теорией, не затрагиваются.

Тем не менее, несмотря на выводы теории, практика показывает, что корпоративная собственность широко распространена. Так, Е. В. Чиркова [Чиркова, 1999] объясняет данный факт нехваткой собственных инвестиционных ресурсов у владельца-менеджера для осуществления экономически прибыльных проектов, неприятием риска менеджером-владельцем, который уводит из фирмы в целях диверсификации риска своих вложений часть средств и в результате имеет в фирме менее 100% акционерного капитала, а также неэффективностью рынка ценных бумаг.

А. Алчиан и С. Вудворт [Alchian, Woodward, 1988] указывают, что при корпоративной собственности акционеры компании совместно владеют специфическими относительно фирмы активами, что является определенным способом защиты от оппортунизма менеджеров, так как существует возможность продать долю в компании без участия других акционеров при существовании ликвидного рынка акций компании. Демсетц [Demsetz, 1991] обобщает эти выводы и говорит о том, что размещение акций среди широкого круга лиц позволяет уменьшить специфичный для фирмы риск, лежащий на акционерах. Концентрированная собственность усиливает контроль над менеджментом, но повышает специфичный для фирмы риск, лежащий на акционерах.

Проведенный анализ существующих исследований позволяет выделить *новый аспект в проблеме агентских отношений* а именно: рассмотреть ситуацию, когда *менеджеры являются собственниками специфических активов*. В случае замены акционерами таких менеджеров на других управленцев, не обладающих специфическими активами, стоимость компании значительно снизится, т. е. произойдет значительный рост величины агентских издержек. В этой связи возникают основания говорить о новой «силе» менеджеров при заключении контрактов с акционерами.

Возвращаясь к рассмотрению существующих концепций, необходимо отметить, что в рамках развития *теории прав собственности*<sup>8</sup> Гроссман, Харт и Мур [Grossman, Hart, 1986; Hart, Moore, 1990] приходят к заключению о том, что в результате рыночного перераспределения прав собственности наиболее прочными оказываются те структуры, которые объединяют факторы, в наибольшей степени дополняющие друг друга. При этом собственником фирмы станет «владелец наиболее специфичного ресурса, ценность которого в наибольшей степени зависит от продолжения существования коалиции, так как именно он будет готов заплатить максимальную цену за право контролировать команду» [Alchian, Woodward, 1988, p. 70]. В этом случае распределение прав собственности считается наиболее устойчивым для продолжения сотрудничества. Вывод аналогичен полученному в теории трансакционных издержек. Однако хотелось бы обратить внимание на тот факт, что в реальной экономической среде редко можно найти подтверждение данной гипотезе, когда вся фирма на 100% принадлежит владельцу наиболее специфичного актива.

Введение в анализ *сил влияния (power) различных стейкхолдеров* является развитием теории агентских отношений. Первыми, кто затронул вопрос о силах влияния, были Гроссман и Харт [Grossman, Hart, 1986], а также Харт и Мур [Hart, Moore, 1990]. Сначала эти авторы источником сил влияния считали право собственности на физические активы<sup>9</sup>. Однако со временем они пришли к заключению, что распределение сил влияния в фирме связано с существованием остаточных прав контроля. Основная роль силы влияния сводится к стимулированию и защите специфичных инвестиций в фирму<sup>10</sup>. Таким образом, чем больше неполнота контракта, тем выше роль остаточных прав контроля, а значит, и силы влияния. В дальнейшем Харт и Мур [Hart, Moore, 1994] ввели в анализ понятие «переговорная сила влияния» (*bargaining power*) предпринимателя, который обладает неким человеческим капиталом.

Райан и Зингалес идут дальше и развивают более общую теорию сил влияния внутри фирмы, и, следовательно, более общую теорию организации [Rajan, Zingales, 1998]. Основной причиной наличия сил влияния они считают доступ или, другими словами, способность работать с критически

---

<sup>8</sup> В ее рамках фирма трактуется как пучок прав собственности на материальные и нематериальные активы [Розанова, 2002]. Вместе с тем это — объединение активов, находящихся в совместной собственности [Zingales, 2000]. В таком случае стоимость компании определяется стоимостью комбинации составляющих ее активов [Краткое пособие финансового менеджера, 2001].

<sup>9</sup> Этим Зингалес аргументирует то обстоятельство, что фирма в теории прав собственности рассматривается как набор активов, находящихся в совместной собственности [Rajan, Zingales, 2001; Zingales, 2000], о чем речь шла ранее.

<sup>10</sup> Инвестиции, которые практически не имеют стоимости вне данной компании.

важными для фирмы ресурсами. Причем термин «ресурс» понимается ими в самом широком смысле этого слова: в качестве таковых могут выступать как идеи, так и люди. Следует отметить, что Райан и Зингалес в своей работе достигают сразу двух целей: с одной стороны, они выделяют важность доступа к специфичным активам, а с другой — несколько снижают значимость владения собственностью фирмы.

Майерс в своем исследовании [Myers, 2000] не останавливается на описании сил влияния — он пытается смоделировать игру, в которой и инсайдеры, и внешние собственники (*outsider's investors*) стремятся действовать исключительно в своих интересах, максимизируя лишь свои выгоды. Исследователь приходит к ряду важных заключений, которые в сжатой форме могут быть сформулированы следующим образом:

- ♦ Наличие в распоряжении компании внешних активов определяется тем, способны ли текущие дивиденды убедить собственников в целесообразности инвестировать в течение как минимум еще одного финансового периода.
- ♦ Для успешного функционирования фирмы необходимо коинвестирование инсайдерами и аутсайдерами. Инсайдеры могут при этом инвестировать не деньгами, а тем, что они работают за меньшую плату, чем они могли бы получать на открытом рынке.
- ♦ Фирмы, чье будущее благополучие зависит от человеческого фактора и принятия риска, могут стать публичной компанией с тем, чтобы сократить силу влияния внешних собственников.
- ♦ Зачастую бывает достаточно сложно определить факт инвестирования, поэтому внешние собственники должны четко отслеживать распределение операционных денежных потоков между операционными издержками, инвестициями и вознаграждением инсайдером. Именно такой мониторинг ведет к агентским издержкам (и не наоборот!).

Следует подчеркнуть, что в теории агентских отношений при повышении специфичности менеджерских (инсайдерских) ресурсов возрастает и требуемая доля акций компании для обеспечения конвергенции интересов с акционерами (внешними собственниками) и, следовательно, максимизации стоимости компании. Анализируя модель Майерса, можно прийти к абсолютно противоположным результатам: при повышении специфичности ресурсов инсайдеров их доля в собственности компании, требуемая для сохранения устойчивости бизнеса, может снижаться. Это происходит из-за того, что в модели ключевая роль отводится контролю над доступом к специфичным человеческим ресурсам<sup>11</sup>. Благодаря этому контролю инсайдеры

---

<sup>11</sup> Подтверждение идей Райана и Зингалеса [Rajan, Zingales, 2001] представлено выше.

могут забирать себе практически всю созданную своими усилиями стоимость, без необходимости закрепления этого права через долю в акционерном капитале фирмы. Внешние собственники контролируют только физические активы, доля стоимости в компании которых уменьшается с ростом специфичности ресурсов инсайдеров. В итоге внешним собственникам достается лишь денежный поток в размере требуемой доходности на вложенные средства.

#### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подведем некоторые итоги, позволяющие очертить перспективу дальнейших исследований в анализируемой предметной области. Основное внимание в работах, посвященных изучению структур пассива компании (структуры капитала и структуры прав собственности), уделяется анализу факторов, влияющих на оптимальное соотношение собственных и заемных средств. Вопросы оптимальности структуры акционерного капитала в них, как правило, не рассматриваются. Многие ученые отмечают, что для создания общей теории структуры капитала компании необходимо учитывать влияние специализированных нематериальных человеческих активов, которые могут принадлежать инсайдерам фирмы. Несмотря на то что этот вид активов в современном мире приобретает все большее значение, серьезные исследования по выявлению его специфики не проводились. Некоторые теории, разработанные в рамках неинституционального подхода, рассматривают вопросы распределения структуры акционерного капитала, однако при этом не затрагивается вопрос о том, какая доля акций компании должна принадлежать тому или иному стейкхолдеру для сохранения устойчивого функционирования фирмы, если все они обладают ключевыми специфическими нематериальными активами. В ряде работ выделена важность сохранения устойчивости бизнеса при своем развитии за счет изменения структуры собственности компании, при этом в них не уделяется достаточного внимания тому, когда и в каких пропорциях должно происходить такое изменение. И наконец, практически отсутствуют попытки проведения масштабных эмпирических исследований, направленные на анализ степени сил влияния стейкхолдеров и их взаимосвязей со структурой капитала и структурой собственности компании.

#### Литература

- Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М.: Олим-Бизнес, 1997.
- Бухвалов А. В., Катъкало В. С.* Эволюция теории фирмы и ее значение для исследования менеджмента // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 1. С. 75–84.
- Коуз Р. Г.* Природа фирмы (1937) // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Экономика. 1992. Вып. 4. С. 87–141.

- Краткое пособие финансового менеджера* / Под ред. А. В. Поповой, И. В. Осколкова. СПб.: СаиВеда, 2001.
- Модильяни Ф., Миллер М.* Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Пер. с англ. М.: Дело, 1999.
- Осколков И. В.* Взаимосвязь структуры капитала и структуры активов бизнеса // *Управление компанией*. 2001. № 5 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.zhuk.net/archive/articlesyk.asp?aid=2235>
- Розанова Н. М.* Эволюция взглядов на природу фирмы в западной экономической науке // *Вопросы экономики*. 2002. № 1. С. 50–67.
- Чиркова Е. В.* Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: Олимп-бизнес, 1999.
- Уильямсон О. И.* Экономические институты капитализма: фирмы, рынки и «отношенческая» контрактация / Пер. с англ. СПб.: Лениздат, 1996.
- Alchian A., Woodward S.* The Firm is Dead, Long Live the Firm: A Review of O. E. Williamson's «The Economic Institutions of Capitalism» // *Journal of Economic Literature*. 1988. Vol. 26. N 1. P. 65–79.
- Balakrishnan S., Fox I.* Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure // *Strategic Management Journal*. 1993. Vol. 14. N 1. P. 3–16.
- Barclay M. J., Smith C. W., Watts R. L.* The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies // *Journal of Applied Corporate Finance*. 1995. Vol. 7. N 4. P. 4–19.
- Barclay M. J., Smith C. W.* The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence // *Journal of Applied Corporate Finance*. 1999. Vol. 12. N 1. P. 8–20.
- Bredley M., Jarrell G., Kim H.* On the Existence of an Optimal Capital Structure // *Journal of Finance*. 1984. Vol. 39. N 4. P. 857–878.
- Caves R., Pugel T.* Firm Size, Financial Structure and Market Structure: A Study Based in Interindustry Differences // Discussion Paper N 1129. Harvard Institute of Economic Research, 1985.
- Chen L., Lensink R., Sterken E.* The Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data. European Economic Association Annual Congress, Berlin, 1998.
- DeAngelo H., Masulis R.* Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation // *Journal of Financial Economics*. 1980. Vol. 8. P. 3–29.
- Demsetz H.* The Firm in Economic Theory: A Quiet Revolution // *American Economic Review*. 1991. Vol. 87. N 2. P. 426–439.
- Drobetz W., Fix R.* What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland. WWZ // Working Paper N. 4/03. Department of Finance, 2003.
- Frank M., Goyal V.* Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? // EFA 2004 Maastricht Meetings Paper N 2464. Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper. SSRN. 2004 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=567650>
- Graham J.* How Big Are the Tax Benefits of Debt? // *Journal of Finance*. 2000. Vol. 5. P. 1901–1940.
- Grossman S., Hart O.* Corporate Financial Structure and Management Incentives // *The Economics of Information and Uncertainty* / Ed. by J. McCall. Chicago: University of Chicago Press, 1982. Vol. 49. P. 107–141.

- Grossman S., Hart O.* The Costs and the Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // *Journal of Political Economy*. 1986. Vol. 94. P. 691–719.
- Hart O., Moore J.* Property Rights and the Nature of the Firm // *Journal of Political Economy*. 1990. Vol. 98. N 6. P. 1119–1158.
- Hart O., Moore J.* A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital // *The Quarterly Journal of Economics*. 1994. Vol. 109. P. 841–879.
- Jensen M.* Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review*. 1986. Vol. 76. N 2. P. 323–329.
- Jensen M., Meckling W.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. N 4. P. 305–360. (Рус. пер.: *Дженсен М. К., Меклинг У. Х.* Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // *Вестн. С.-Петербур. ун-та. Сер. Менеджмент*. 2004. Вып. 4. С. 118–191.)
- Klein B., Leffner K.* The Role of Price Guaranteeing Quality // *The Journal of Political Economy*. 1981. Vol. 89. P. 615–641.
- Lang L., Ofek E.* Leverage, Investment, and Firm Growth // *Journal of Financial Economics*. 1996. Vol. 40. N 1. P. 3–27.
- Long M., Malitz I.* Investment Patterns and Financial Leverage // *Corporate Capital Structure in the United States* / Ed. by B. Friedman. Chicago, IL: University of Chicago Press, 1985a. P. 325–348.
- Long M., Malitz I.* The Investment-Financing Nexus: An Empirical Nexus // *Midland Corporate Finance Journal*. 1985b. Vol. 3. P. 53–59.
- MacKie-Mason J.* Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? // *Journal of Finance*. 1990. Vol. 45. N 5. P. 1471–1493.
- Modigliani F., Miller M.* Taxes and the Cost of Capital // *American Economic Review*. 1963. Vol. 53. P. 433–443.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.* Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis // *Journal of Financial Economics*. 1988. Vol. 20. N 1/2. P. 293–315.
- Myers S.* The Capital Structure Puzzle // *Journal of Finance*. 1984. Vol. 39. N 3. P. 575–592.
- Myers S.* Outside Equity // *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. N 3. P. 1005–1037.
- Myers S.* Capital Structure // *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15. N 2. P. 81–102.
- Myers S., Majluf N.* Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. N 2. P. 187–221.
- Myers S., Dill D., Bautista A.* Valuation of Financial Lease Contracts // *Journal of Finance*. 1976. Vol. 31. N 3. P. 799–819.
- Nishioka, S., Baba N.* Dynamic Capital Structure of Japanese Firms: How Far Has the Reduction of Excess Leverage Progressed in Japan? // *Bank of Japan Working Paper Series N 04-E-16*. 2004.
- Rajan R., Zingales L.* What Do We Know about Capital Structure? // *The Journal of Finance*. 1995. Vol. 50. N 5. P. 1421–1460.
- Rajan R., Zingales L.* Power in a Theory of the Firm // *Quarterly Journal of Economics*. 1998. Vol. 113. N 2. P. 387–432.

- Rajan R., Zingales L.* The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms // *The Quarterly Journal of Economics*. 2001. Vol. 50. P. 805–851.
- Ross S.* The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach // *Bell Journal of Economics*. 1977. Vol. 8. N 1. P. 23–40.
- Scott J.* Corporate Structure and Market Structure // *Competition in the Open Economy* / Eds. R. Caves, M. Porter, M. Spence, J. Scott. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1980. P. 325–359.
- Shapiro C.* Premiums for High Quality Products as Returns to Reputation // *Quarterly Journal of Economics*. 1983. Vol. 98. N 4. P. 659–679.
- Sharpe S., Nguyen H.* Capital Market Imperfection and the Incentive to Lease // *Journal of Financial Economics*. 1995. Vol. 39. N 1. P. 271–294.
- Shyam-Sunder L., Myers S.* Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 51. N 2. P. 219–244.
- Spence M.* Capital Structure and the Corporation's Product Market Environment // *Corporate Capital Structure in the United States* / Ed. by B. Friedman. Chicago, IL: University of Chicago Press, 1985. P. 353–377.
- Titman S.* The Effects of Capital Structure on the Firm's Liquidation Decision // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. P. 137–151.
- Titman S., Wessels R.* The Determinants of Capital Structure Choice // *Journal of Finance*. 1988. Vol. 43. N 1. P. 1–19.
- Zingales L.* In Search of New Foundation // *The Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. N 4. P. 1623–1653.
- Wald J.* How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison // *Journal of Financial Research*. 1999. Vol. 22. N 2. P. 161–187.
- Williamson O.* Corporate Finance and Governance Structure // *Journal of Finance*. 1988. Vol. 43. N 3. P. 567–591.
- Wilson N., H. Zhang.* The Multiple Functions of Capital Structure Choice as a Governance Mechanism. 2000 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cmrc.co.uk/sites/CMRC/pdf/capitalstructure.pdf>

Статья поступила в редакцию 28 февраля 2006 г.