

**СТРУКТУРА КАПИТАЛА КАК ИНСТРУМЕНТ СНИЖЕНИЯ
ИЗДЕРЖЕК АГЕНТСКОГО КОНФЛИКТА
МЕЖДУ АКЦИОНЕРАМИ И КРЕДИТОРАМИ
РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

Светлана Геннадьевна Макарова

*Кандидат экономических наук, доцент
кафедры финансов и кредита экономического факультета
Московского государственного университета
имени М. В. Ломоносова, г. Москва, Россия
E-mail: svtlmakarova@gmail.com*

Дмитрий Вадимович Елков

*Магистр программы «Финансовая экономика»
экономического факультета
Московского государственного университета
имени М. В. Ломоносова, г. Москва, Россия
E-mail: dmitri.elkov@gmail.com*

Аннотация. В статье исследуются сущность, причины возникновения и последствия агентского конфликта между акционерами и кредиторами компаний, а также анализируется влияние факторов, характеризующих подверженность компании агентским конфликтам. В качестве способов снижения издержек агентского конфликта авторы рассматривают инструменты управления структурой капитала (использование ковенантов, краткосрочного долга, финансовой гибкости).

Abstract. This article examines the nature, causes and consequences of Agency conflict between shareholders and creditors of companies, and examines the influence of factors characterizing the company's exposure to Agency conflicts. As a way to reduce costs of Agency conflict, the authors consider the tools of capital structure management (use of covenants, short-term debt, financial flexibility).

Ключевые слова: структура капитала, корпоративный долг, собственный капитал, финансовый левиредж, ковенанты, агентский конфликт, издержки агентского конфликта, благосостояние акционеров, благосостояние кредиторов, краткосрочный долг.

Keywords: *capital structure, corporate debt, equity, financial leverage, covenants, agency conflict, costs of agency conflict, welfare of creditors, welfare of shareholders, short-term debt.*

1. Сущность агентского конфликта между акционерами и кредиторами

Агентские конфликты возникают, когда интересы стейкхолдеров компании входят в противоречие друг с другом. В частности, такие противоречия нередки при взаимодействии акционеров и кредиторов. Когда кредиторы принимают решение о предоставлении заемных средств, они обращают внимание на ряд параметров компании, определяющих рискованность будущих вложений. Прежде всего, такими параметрами являются:

1) *рискованность существующих активов компании*, которая отражает риски данного вида экономической деятельности в целом, а также риски, связанные с особенностями ведения бизнеса компанией-заемщиком;

2) *рискованность активов, которые планируются компанией к приобретению в будущем*. Этот параметр отвечает за изменение профиля рисков компании в будущем и, как следствие, за способность генерировать выручку, достаточную для обеспечения долговых обязательств;

3) *структура капитала компании*, по которой кредитор может оценить такие важные показатели, как достаточность капитала и резервов для покрытия возможных убытков, а также временную структуру обязательств компании;

4) *планируемая структура капитала компании*, которая характеризует будущую финансовую политику предприятия.

Перечисленные параметры можно условно разделить на две группы: параметры, характеризующие текущее положение дел внутри компании, и параметры, которые будут определять ее финансовое состояние в будущем. Параметры, относящиеся к первой группе, могут быть достаточно достоверно оценены кредитором по финансовой отчетности и прочим документам заемщика. Однако сведения о текущем финансовом состоянии компании далеко не всегда могут быть экстраполированы на будущие периоды. Здесь существенную роль начинает играть неопределенность, от которой кредиторы хотели бы застрахо-

ваться, так как они являются получателями фиксированного дохода. С точки зрения кредиторов, оптимальным поведением заемщика будет *сохранение сложившейся структуры капитала и текущего уровня риска активов*.

Акционеров и менеджеров, прежде всего, интересуют прибыли будущих периодов и рост стоимости бизнеса. При этом нарастить рентабельность компании или увеличить ее стоимость, не прибегая к вложениям в более рискованные активы, бывает зачастую затруднительно. Агентский конфликт между акционерами и кредиторами заключается в том, что акционеры готовы принимать дополнительные риски для повышения собственного благосостояния, что снижает благосостояние кредиторов, так как накладывает на них дополнительные риски при том же фиксированном уровне доходности. Поэтому кредиторы, прогнозируя поведение заемщика, вынуждены учитывать возможные дополнительные риски при определении стоимости заемных средств и накладывать на деятельность компании-заемщика различные ограничения. С увеличением срока действия кредитного соглашения растут и риски, связанные с принятием менеджерами решений, направленных на максимизацию стоимости акционерного капитала, а не компании в целом. Поэтому наличие у компании долгосрочного долга является катализатором агентского конфликта. В результате стоимость заемного финансирования для компании растет, а условия получения кредитов ужесточаются, что неизбежно ведет к снижению стоимости компании в целом, так как ограничиваются ее инвестиционные возможности.

В научной литературе выделяются четыре основных проявления агентского конфликта между акционерами и кредиторами [3]:

- 1) проблема недоинвестирования;
- 2) проблема переинвестирования;
- 3) выплата дивидендов или выкуп акций за счет средств от продажи активов;
- 4) выпуск долга более высокого приоритета, чем уже выпущенный.

Проблема *недоинвестирования* заключается в том, что компания отказывается от финансирования эффективных инве-

стиционных проектов из-за недостаточности финансовых ресурсов и опасений относительно возможного банкротства. Впервые Стюарт Майерс [14] показал, что наличие у компании долгосрочного долга, который необходимо вернуть в будущем, ведет к недостаточному объему инвестирования в настоящем. Значительная часть денежного потока, сгенерированного инвестиционным проектом, будет выплачена кредиторам в виде процентных платежей и погашения основной суммы долга. Владельцы компании опасаются привлечь дополнительные долги, так как это увеличивает риск банкротства. Таким образом, акционеры имеют меньше стимулов инвестировать, так как получают лишь часть дохода от реализации инвестиционных проектов. Уменьшение объема инвестиций негативно сказывается на стоимости фирмы. Майерс также пришел к выводу, что недоинвестирование более характерно для фирм с высокой долговой нагрузкой. В связи с этим эффект, из-за которого возникает проблема недоинвестирования, был назван эффектом «нависания долга» («debt overhang»).

Переинвестирование имеет место, если акционеры принимают решение о реализации высокорискованных проектов, в том числе с отрицательным значением чистой приведенной стоимости (Net present value – NPV). Это связано с тем, что акционеры несут ограниченную ответственность по долгам компании, и в случае банкротства они потеряют только вложенные в компанию средства и акции. Проекты, в которые инвестируют владельцы компании, характеризуются более высоким уровнем риска, по сравнению с тем уровнем, на который рассчитывали кредиторы. В результате кредитор несет более высокие риски, но не получает дополнительной доходности. Таким образом, дополнительные риски разделяются между акционерами и кредиторами, а вся сверхприбыль достается акционерам. Проблема переинвестирования впервые была рассмотрена в работе Дженсена и Меклинга [12], которые доказали, что улучшение благосостояния акционеров, сопровождающееся снижением стоимости долга и ухудшением благосостояния кредиторов, ведет к снижению стоимости фирмы в целом. В литературе переинвестирование связывают с эффектом «замещения активов» («asset substitution»).

Выплата дивидендов представляет собой изъятие денежных средств, которые могли бы быть реинвестированы, что способствовало бы росту будущих денежных потоков, или сохранены в компании в виде ликвидных финансовых инструментов, что снизило бы риски для кредиторов. Если компания выплачивает слишком высокие дивиденды, то происходит перераспределение благосостояния от кредиторов к собственникам, аналогичное рассмотренному выше. Фактически складывается следующая ситуация: акционеры предпочитают финансировать будущие инвестиционные проекты не за счет собственных средств компании, а за счет выпуска долга, так как это позволит переложить часть рисков на кредиторов. Это согласуется с выводами работы Дженсена и Меклинга [12], показавших, что владельцы компании предпочтут инвестировать в проект с привлечением заемного капитала, по сравнению с проектом, финансируемым за счет собственных средств. Гипотеза о перераспределении благосостояния от кредиторов в пользу акционеров в результате выплаты высоких дивидендов была подтверждена в том числе в работе Дилона и Джонсона [5].

Наконец, если *выпускаются новые долговые обязательства более высокого приоритета*, находящийся в обращении долг обесценивается, так как на ранее выпущенные долговые обязательства перекладывается риск дефолта, который должны были нести новые кредиторы. Если компания планирует реализовать рискованный инвестиционный проект, то она должна быть готова к тому, что кредиторы запросят более высокую стоимость за предоставляемые финансовые ресурсы. Поэтому акционерам выгодно выпустить долг более высокого приоритета, чтобы снизить стоимость нового заимствования. В сущности, держатели ранее выпущенных долговых обязательств на деле финансируют более рискованный инвестиционный проект. Чтобы застраховать себя от таких рисков, кредиторы вынуждены разрабатывать и внедрять в долговые соглашения ковенанты, которые накладывают определенные ограничения на деятельность компании, а также держат под контролем ряд финансовых показателей. Такого рода ограничения значительно затрудняют процесс управления компанией и порождают дополнительные издержки.

2. Способы снижения издержек агентского конфликта с использованием инструментов управления структурой капитала

Наиболее эффективными и часто используемыми инструментами снижения агентских издержек конфликта между акционерами и кредиторами являются:

1) наложение ограничений на некоторые аспекты деятельности заемщика кредитором, что реализуется путем включения специальных условий (так называемых ковенантов) в договоры кредитования или в проспекты эмиссии долговых ценных бумаг;

2) использование краткосрочных долговых обязательств, выполняющих дисциплинирующую функцию, для финансирования деятельности предприятия;

3) поддержание высокого уровня ликвидности.

Рассмотрим, как каждый из перечисленных инструментов может быть использован для снижения агентских издержек. *Долговые ковенанты* представляют собой условия, накладываемые на деятельность заемщика (финансовую, инвестиционную, операционную) определенные ограничения. В случае их нарушения к заемщику применяются штрафные санкции. Долговые ковенанты могут содержать в себе ограничения на финансовые показатели (например, устанавливается допустимая доля активов в залоге или объем дебиторской задолженности), размер дивидендных выплат, уменьшение капитала, ликвидацию или банкротство, изменение основной сферы деятельности, изменение корпоративной структуры, смену правления и совета директоров, продажу или передачу активов, дефолт или недопустимое снижение кредитного рейтинга и др.

В научной литературе нет единого мнения по вопросу, считать ли ковенанты инструментом снижения агентских издержек, или же накладываемые на заемщика ограничения сами по себе ведут к потерям. В работе Эртана и Каролая [6] отмечается негативное влияние ковенантов на доходность акций. Накладываемые ограничения заставляют менеджеров, действующих в интересах акционеров, быть чересчур осторожными и, вследствие этого, отказываться от перспективных проектов, которые могли бы обеспечить рост стоимости компании. При этом

некоторые авторы доказывают, что ковенанты снижают влияние агентского конфликта на благосостояние акционеров и кредиторов, что обуславливает рост стоимости фирмы в целом [1; 16]. Ковенанты долговых соглашений чаще используются фирмами с высоким уровнем долговой нагрузки [1], поскольку высокая долговая нагрузка обычно ведет к увеличению вероятности реализации агентского конфликта между акционерами и кредиторами. Поэтому кредиторы вынуждены страховать возникающие риски путем внедрения ковенантов в кредитные соглашения.

Краткосрочные долговые обязательства дисциплинируют менеджеров и собственников, так как необходимость аккумулирования существенного объема денежных средств для погашения краткосрочных обязательств заставляет их принимать оптимальные операционные и инвестиционные решения. С другой стороны, большая доля краткосрочных заемных средств на балансе компании повышает вероятность реализации риска ликвидности. Поэтому менеджерам компании следует комбинировать использование долговых ковенантов и краткосрочных заемных средств. Это позволит снизить агентские издержки, а вместе с ними, и стоимость долгосрочного долга, при этом оставляя определенную свободу для инвестиционной политики и не принимая излишнего риска ликвидности. В упомянутой выше работе Биллета, Кинга и Мауэра [там же] доказывается, что ковенанты и краткосрочный долг являются субститутами при решении конфликта между акционерами и кредиторами.

Наконец, *поддержание высокого уровня ликвидности* позволяет компании быть финансово гибкой. Финансово гибкая компания имеет возможность наращивать объем краткосрочных обязательств, что существенно снижает риск возникновения проблем недо- и переинвестирования, так как способствует снижению вероятности реализации риска ликвидности [4]. Значит, фирма сможет использовать выгоды от снижения агентских издержек за счет использования краткосрочного долга, не сильно увеличивая вероятность банкротства.

3. Гипотезы относительно влияния факторов, характеризующих подверженность компании агентским конфликтам

Далее нами будет обоснована методика проведения эмпирического исследования характера влияния агентских издержек на благосостояние акционеров и кредиторов российских компаний. Сначала приведем обоснование выбора переменных, характеризующих благосостояние акционеров и кредиторов. Первой зависимостью, которая подвергнется рассмотрению, будет *влияние издержек агентского конфликта на благосостояние акционеров и кредиторов российских компаний*.

Сформулируем понятие *перераспределения благосостояния*. Под *перераспределением благосостояния* понимается улучшение благосостояния одной группы за счет благосостояния другой. Если, например, под влиянием некоторого фактора увеличивается доходность акций компании, а также растет спред доходности облигаций компании, имеет место перераспределение благосостояния от кредиторов в пользу акционеров. Кредиторы являются получателями фиксированного дохода. Если на рынке имеет место рост доходности облигаций, то растет и их рискованность. Соответственно, цена облигаций снижается. Таким образом, акционеры получают дополнительный доход за счет благосостояния держателей облигаций. Такое воздействие может оказывать, например, объявление о выплате высоких дивидендов [5].

Факт перераспределения благосостояния свидетельствует о снижении стоимости компании из-за возникновения агентских издержек. В работе Фамы [8] показано, что равновесие на рынках капитала достигается, только если фирма максимизирует и благосостояние акционеров, и благосостояние кредиторов. Соответственно, стоимость фирмы также достигает максимума только при этом условии. Например, компания может выпустить новые облигации и из полученных денежных средств заплатить дивиденды, тем самым увеличив благосостояние акционеров. При этом данные денежные средства будут изъяты из компании и не будут направлены на инвестиции, а значит, будущий де-

нежный поток не будет соответствовать ожиданиям кредиторов, что снизит их благосостояние.

Опираясь на подход, описанный в работе Имбировича и Варенбурга [11], определим показатели, наилучшим образом отражающие благосостояние акционеров и кредиторов. В качестве таких переменных были выбраны:

– показатель *разницы между доходностью акций компании и среднерыночной доходностью* (*AER* – abnormal equity return) – используется для оценки благосостояния акционеров. Если доходность акций растет, то улучшается и благосостояние акционеров;

– *спред доходности облигаций* (*BS* – bond yield spread) – представляет собой индикатор благосостояния кредиторов. Его рост свидетельствует об увеличении риска и, следовательно, об ухудшении благосостояния кредиторов.

Использование двух результирующих переменных позволит определить, происходит ли *перераспределение благосостояния* между акционерами и инвесторами.

Научные гипотезы, которые подвергнутся эмпирической проверке, формулируются по следующему принципу: так как рассматриваются две зависимые переменные (*AER* и *BS*), для каждой гипотезы строятся две вспомогательные гипотезы, относящиеся к зависимым переменным. В качестве факторов, объясняющих доходность акций и облигаций, используются три группы переменных (характеризующие подверженность компании агентским издержкам, отражающие инструменты снижения агентских издержек, а также контрольные переменные).

Агентские издержки довольно сложно поддаются прямой оценке. В ряде работ, посвященных проблеме конфликта между акционерами и кредиторами [4], приводятся математические модели, оценивающие значение величины агентских издержек для той или иной фирмы. Однако сами исследователи признают, что математический расчет величины агентских издержек в общем виде является очень сложным и трудно применимым на практике. Поэтому исследователи вынуждены ограничиться анализом примеров *base case*. Как было показано выше, агентский конфликт порождают проблемы недоинвестирования и переинвестирования, а также оказывают влияние на дивиденд-

ную политику и распределение свободного денежного потока компании. Поэтому нам нужно оценить, как указанные факторы влияют на благосостояние акционеров и кредиторов российских компаний, и ответить на вопрос, под влиянием каких факторов происходит наиболее существенное перераспределение благосостояния.

Так как точно определить величину агентских издержек, связанных с перечисленными выше факторами, сложно, поэтому следует выбрать прокси-переменные, которые бы характеризовали подверженность компании агентскому конфликту. Для этого будем использовать три переменные: *отношение свободного денежного потока к величине активов* (AC_1), отклонение *отношения величины инвестиционных вложений к величине активов от средневзвешенного по капитализации значения по отрасли, взятого по модулю* (AC_2), а также *отношение рыночной стоимости акционерного капитала к его балансовой стоимости* (AC_3).

Первая переменная (AC_1) используется в качестве прокси-переменной агентских издержек, связанных с выплатой дивидендов и использованием свободных денежных средств. Свободный денежный поток является, в сущности, избытком средств, оставшимся после реализации всех эффективных, с точки зрения акционеров и менеджеров, инвестиционных возможностей [13]. С одной стороны, акционеры могут неэффективно распоряжаться этими средствами, например, завышая уровень дивидендных выплат. С другой – стабильно высокое значение свободного денежного потока свидетельствует об излишней осторожности менеджеров, отказывающихся от инвестиционных проектов с положительной *чистой приведенной стоимостью*, когда компания подвержена проблеме недоинвестирования. Согласно Дженсену [там же], чем больше величина свободного денежного потока компании, которой акционеры и менеджеры могут распоряжаться, тем выше вероятность возникновения агентских издержек, связанных с перераспределением благосостояния между акционерами и кредиторами. Тогда, чем больше величина свободного денежного потока, тем лучше благосостояние акционеров и, соответственно, хуже благососто-

яние кредиторов. Формально гипотеза будет выглядеть следующим образом:

H1. Увеличение свободного денежного потока способствует перераспределению благосостояния от кредиторов к акционерам.

H1.1. Увеличение свободного денежного потока оказывает значимое положительное влияние на доходность акций компании.

H1.2. Увеличение свободного денежного потока оказывает значимое положительное влияние на среднюю доходность облигаций компании.

Если возникает недоинвестирование и переинвестирование, то важно определить оптимальный уровень инвестиций для фирмы. В качестве оптимального уровня инвестиций мы будем использовать средневзвешенное значение уровня инвестиций по отрасли. Принимается предположение, что все компании стремятся к оптимальному уровню инвестиций, поэтому при расчете среднего значения по отрасли отклонения в ту или иную сторону взаимозачтутся, а средневзвешенное значение будет рассматриваться как оптимальное для фирм, представляющих данную отрасль. Для этого объем инвестиций будет нормирован на величину активов компании. Соответственно, отклонение от среднего в отрицательную сторону говорит о недоинвестировании, а в положительную – о переинвестировании. С точки зрения агентской теории, отклонение объема инвестиций от оптимального уровня в меньшую сторону объясняется тем, что акционеры имеют меньше стимулов инвестировать, так как значительная доля прибыли от нового инвестиционного проекта будет направлена на выплаты кредиторам. В результате отклоняются потенциально прибыльные проекты, что снижает стоимость фирмы. Если же объем инвестиций превышает оптимальный уровень, то есть вероятность, что принимаются высоко рискованные проекты, вся прибыль от которых достанется акционерам, а кредиторы понесут убытки. Это снизит стоимость долга компании и, соответственно, стоимость компании в целом. Проблемы недо- и переинвестирования далее нами разделяться не будут, поэтому отклонение от средневзвешенного значения берется по модулю. В рамках модели в качестве второй прокси-переменной

будет взято отклонение отношения величины инвестиционных вложений к величине активов от средневзвешенного по капитализации значения по отрасли, взятое по модулю (AC_2).

Вторая гипотеза исследования проверяет, ведет ли отклонение от оптимальной инвестиционной стратегии к перераспределению благосостояния между акционерами и кредиторами и, следовательно, к возникновению агентских издержек.

H2. Отклонение отношения величины инвестиционных вложений к величине активов от средневзвешенного по капитализации значения по отрасли способствует перераспределению благосостояния от кредиторов к акционерам.

H2.1. Отклонение отношения величины инвестиционных вложений к величине активов от средневзвешенного по капитализации значения по отрасли оказывает значимое положительное влияние на доходность акций компании.

H2.2. Отклонение отношения величины инвестиционных вложений к величине активов от средневзвешенного по капитализации значения по отрасли оказывает значимое положительное влияние на среднюю доходность облигаций компании.

Многие современные публикации показывают, что наличие у компании потенциала роста усугубляет проблемы недоинвестирования и переинвестирования [4; 14]. Принимается предположение, что рынок объективно оценивает стоимость фирмы с точки зрения ее будущей деятельности. Если рынок оценивает фирму дороже, чем это отражено в балансе, то у нее есть потенциал роста. Например, нефтедобывающая компания может иметь право на разработку некоторого месторождения. В таком случае рынок закладывает в стоимость компании потенциальную прибыль, которую она может получить от реализации инвестиционных проектов, связанных с этим активом. Некоторые авторы рассматривают потенциал роста как источник возникновения асимметрии информации: чем выше соотношение рыночной и балансовой цены акционерного капитала, тем с большей асимметрией информации сталкиваются кредиторы [17]. Высокий уровень асимметрии информации является предпосылкой для возникновения агентских конфликтов между акционерами и кредиторами. Таким образом, воздействие потенциала роста на благосостояние акционеров и кредиторов будет учтено при по-

мощи отношения рыночной стоимости акционерного капитала к его балансовой стоимости (AC_3).

НЗ. Наличие у компании потенциала роста способствует перераспределению благосостояния от кредиторов к акционерам.

НЗ.1. Наличие у компании потенциала роста оказывает значимое положительное влияние на доходность акций компании.

НЗ.2. Наличие у компании потенциала роста оказывает значимое положительное влияние на сред доходности облигаций компании.

4. Гипотезы относительно инструментов, снижающих издержки агентских конфликтов

На практике в качестве инструментов, снижающих издержки агентского конфликта между акционерами и кредиторами, используются *кованты долговых соглашений, привлечение краткосрочных заемных средств и поддержание финансовой гибкости компании.*

Кованты долговых соглашений используются, чтобы защитить интересы кредиторов от оппортунистического поведения акционеров и действующих в их интересах менеджеров. При этом влияние ковенантов на благосостояние акционеров и кредиторов, а также на финансовые результаты и стоимость компании в литературе оценивается неоднозначно. Так, Эртан и Каролай [6] заключают, что использование ковенантов является фактором, негативно влияющим на доходность акций. В ряде работ ковенанты рассматриваются как инструменты снижения влияния агентского конфликта на благосостояние акционеров и кредиторов [1; 16]. Брэдли и Робертс [3] считают применение ковенантов рациональным, если выгода кредитора от снижения риска по обязательству выше, чем издержки включения ковенантов в долговое соглашение. Поэтому можно предположить, что использование ковенантов оказывает положительное влияние на благосостояние кредиторов. Влияние на благосостояние акционеров, скорее всего, также окажется положительным, так как ковенанты часто являются предметом компромисса между акционерами и кредиторами.

Н4. Включение ковенантов в долговые соглашения оказывает положительное влияние на благосостояние акционеров и кредиторов.

Н4.1. Включение ковенантов в долговые соглашения оказывает значимое положительное влияние на доходность акций компании.

Н4.2. Включение ковенантов в долговые соглашения оказывает значимое отрицательное влияние на спред доходности облигаций компании.

Использование каждого из типов ковенантов отслеживается с помощью фиктивной (dummy-) переменной, принимающей значение «1», если ковенанты этого типа используются в долговых соглашениях, и «0» – в противном случае. В данном исследовании ковенанты условно разбиваются на 4 группы:

1) *активные ковенанты*. Сюда относятся все обязательства заемщика, требующие совершения некоторых действий. Например, заемщика могут обязать с оговоренной периодичностью предоставлять кредитору финансовую отчетность или другую информацию (Cov_1);

2) *ограничительные ковенанты*. Включают в себя перечень операций, которые подпадают под запрет при заключении кредитного соглашения, такие как: реорганизация или ликвидация компании, осуществление определенных видов инвестиций, смена основного вида деятельности, делистинг акций и облигаций, ограничение на длительность просрочки по выплате купонов или тела долга по облигациям эмитента (Cov_2);

3) *ограничения на финансовые показатели*. Например, ограничения на величину собственного капитала или на значение некоторых финансовых показателей (долг/ЕБИТДА, финансовый рычаг) (Cov_3);

4) *ограничение на дивиденды* (Cov_4).

В результате в модели будут присутствовать четыре dummy-переменные, характеризующие наличие ковенантов в долговых соглашениях (Cov_i , где $i = 1, 2, 3, 4$).

Вторым рассматриваемым инструментом снижения агентских издержек является использование компанией **краткосрочных долговых обязательств**. Как было указано выше, механизм воздействия на агентские издержки основывается на

дисциплинирующей функции краткосрочного долга. Можно предположить, что использование краткосрочных долговых обязательств способно оказать понижающее воздействие на агентские издержки. Поэтому мы формулируем следующие гипотезы:

H5. Использование краткосрочных заемных средств оказывает положительное влияние на благосостояние акционеров и кредиторов.

H5.1. Использование краткосрочных заемных средств оказывает значимое положительное влияние на доходность акций компании.

H5.2. Использование краткосрочных заемных средств оказывает значимое отрицательное влияние на сред доходности облигаций компании.

Финансовая гибкость (FLEX), выражающаяся в высокой доле текущих активов, позволяет при необходимости увеличить объем краткосрочных обязательств, не подвергая компанию значительному риску ликвидности. В частности, влияние этого показателя на агентские издержки было описано Биллетом, Кингом и Мауэром [1]. Авторы пришли к выводу, что поддержание финансовой гибкости компании, дополненное привлечением краткосрочных долговых обязательств, представляет собой эффективную политику по снижению агентских издержек конфликта «акционеры – кредиторы».

Влияние поддержания высокого уровня финансовой гибкости на благосостояние акционеров и кредиторов также является неоднозначным. С точки зрения кредиторов, высокая ликвидность активов компании свидетельствует о низком риске ликвидности, то есть вероятность того, что компания сможет найти средства для выплаты процентов или тела долга, высока. Поэтому финансовая гибкость компании должна способствовать улучшению благосостояния кредиторов. Акционеры же могут несколько проиграть из-за того, что ликвидные активы являются, как правило, существенно менее прибыльными, чем неликвидные. При этом поддержание требуемого уровня ликвидности гарантирует акционерам снижение вероятности банкротства компании и соответствующих ему потерь. Поэтому поддержание финансовой гибкости компании, в целом, должно

оказывать положительное влияние на благосостояние акционеров и кредиторов.

Нб. Поддержание финансовой гибкости компании оказывает положительное влияние на благосостояние акционеров и кредиторов.

Нб.1. Поддержание финансовой гибкости оказывает значимое положительное влияние на доходность акций компании.

Нб.2. Поддержание финансовой гибкости оказывает значимое отрицательное влияние на среднюю доходность облигаций компании.

5. Гипотезы относительно влияния контрольных переменных на благосостояние акционеров и кредиторов

Группа контрольных переменных включает в себя фундаментальные факторы, такие как *размер компании, рентабельность активов*, а также *уровень долговой нагрузки*. Кроме того, в группу контрольных переменных будет включен индикатор, выявляющий фазу экономического цикла, так как макроэкономическая динамика оказывает существенное влияние на благосостояние акционеров и кредиторов. Кратко остановимся на обосновании гипотез о влиянии контрольных переменных.

В соответствии с результатами работы Фамы и Френча [9], *размер компании* оказывает значимое негативное влияние на доходность акций компании, поскольку рыночная цена акций крупных компаний близка к их справедливой стоимости, так как рынок уже имеет достаточное количество информации об их текущей деятельности и перспективах. Поэтому цена акций изменяется не так сильно, как, например, для молодых и недооцененных компаний, поэтому и доходность акций крупных компаний ниже, по сравнению с акциями небольших компаний.

В своей работе Фама и Макбет [7] указывают на неоднозначное влияние *уровня долговой нагрузки (LEV)* на доходность акций компании. Авторы утверждают, что если в качестве показателя долговой нагрузки рассматривать отношение величины активов к рыночной стоимости акционерного капитала, то увеличение долга оказывает значимое положительное влияние на

доходность акций компании, а если как отношение величины активов к балансовой стоимости собственного капитала, то увеличение долга оказывает значимое негативное влияние на доходность акций компании. При этом абсолютные значения коэффициентов при этих переменных достаточно близки. Различия между рыночным и балансовым показателями долговой нагрузки заключаются в том, что рынок учитывает возможности роста компании, а балансовая оценка – нет. Имбирович и Варенбург [11], используя методологию event study, показали, что неожиданное объявление об увеличении уровня финансового рычага ведет к увеличению спреда по облигациям и, следовательно, к ухудшению благосостояния кредиторов. Нами будет использован *показатель отношения величины активов к рыночной стоимости акционерного капитала*. Тогда следует ожидать, что увеличение долговой нагрузки окажет положительное влияние на доходность акций и на спред доходности облигаций компании.

Рентабельность активов (ROA) характеризует способность активов генерировать денежный поток, с одной стороны, достаточный для обслуживания долга, а с другой – увеличивающий благосостояние акционеров. Чем более рентабельны активы компании, тем выше доходность ее акций [2; 15] и тем ниже спред доходности облигаций [10].

Наконец, макроэкономическая динамика также может оказывать влияние на благосостояния акционеров и кредиторов. Ухудшение их благосостояния может возникнуть не только в результате агентских конфликтов, но и в результате ухудшения ситуации в экономике. Гипотезы относительно влияния контрольных переменных представлены в нижеследующей таблице.

Таким образом, мы привели теоретическое обоснование характера влияния факторов (издержек агентского конфликта, инструментов управления структурой капитала, фундаментальных детерминант) на перераспределение благосостояния между акционерами и кредиторами компаний.

Таблица – Гипотезы по влиянию контрольных переменных на благосостояние акционеров и кредиторов компаний

Гипотеза	Переменная	Гипотеза о влиянии на <i>AER</i>	Гипотеза о влиянии на <i>BS</i>
H7	Размер компании	Отрицательное	Отрицательное
H8	Уровень долговой нагрузки	Положительное	Положительное
H9	Рентабельность	Положительное	Отрицательное
H10	Макроэкономическая динамика	Положительное	Отрицательное
<i>Примечание</i> – Составлено авторами.			

В дальнейшем эти результаты будут использованы нами при проведении эмпирического тестирования данных зависимостей, что в результате позволит определить инструменты снижения издержек агентских конфликтов между акционерами и кредиторами российских компаний.

Список литературы

1. Billett, M. T. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants / M. T. Billett, T.-H. D. King, D. C. Mauer // *The Journal of Finance*. – 2007. – Vol. 62, No. 2. – P. 697–730.
2. Botika, M. The use of DuPont analysis in abnormal returns evaluation: Empirical study of Romanian market / M. Botika // *Procedia-Social and Behavioral Sciences*. – 2012. – Vol. 62. – P. 1179–1183.
3. Bradley, M. The structure and pricing of corporate debt covenants / M. Bradley, M. R. Roberts // 6th Annual Texas Finance Festival, March 11, 2004. – Electron text data. – 46 p. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=585882>. – Title from screen.
4. Childs, P. D. Interactions of corporate financing and investment decisions: the effects of agency conflicts / P. D. Childs, D. C. Mauer, S. H. Ott // *Journal of Financial Economics*. – 2005. – Vol. 76. – P. 667–690.
5. Dhillon, U. S. The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices / U. S. Dhillon, H. Johnson // *The Journal of Finance*. – 1994. – Vol. 49, Issue 1. – P. 281–289.

6. Ertan, A. The Stock Market Effects of Debt Covenants : Contingent Control Rights and Information Quality : Working paper / A. Ertan, S. A. Karolyi. – New Haven : Yale University, 2013. – 37 p.

7. Fama, E. F. Risk, return, and equilibrium: empirical tests / E. F. Fama, J. D. Macbeth // Journal of Political Economy. – 1973. – Vol. 81. – P. 607–636.

8. Fama, E. F. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security / E. F. Fama // The American Economic Review. – 1978. – Vol. 68, No. 3. – P. 272–284.

9. Fama, E. F. The cross-section of expected stock returns / E. F. Fama, K. R. French // Journal of Finance. – 1992. – Vol. 47. – P. 427–465.

10. How do bond investors perceive dividend payouts? / I. Mathura, M. Singh, A. Nejadmalayeri, P. Jiraporn // Research in International Business and Finance. – 2013. – Vol. 27, Issue 1. – P. 92–105.

11. Imbierowicz, B. Wealth transfer effects between stockholders and bondholders / B. Imbierowicz, M. Wahrenburg // The Quarterly Review of Economics and Finance. – 2013. – Vol. 53. – P. 23–43.

12. Jensen, M. C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure / M. C. Jensen, W. H. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3 (4). – P. 305–360.

13. Jensen, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers / M. C. Jensen // American Economic Review. – 1986. – Vol. 76. – P. 323–339.

14. Myers, S. The Determinants of Corporate Borrowing / S. Myers // Journal of Financial Economics. – 1977. – Vol. 5. – P. 147–175.

15. Novy-Marx, R. The other side of value: The gross profitability premium / R. Novy-Marx // Journal of Financial Economics. – 2013. – Vol. 108, Issue 1. – P. 1–28.

16. Silva, V. A. B. The role of bond covenants and short-term debt: evidence from Brazil / V. A. B. Silva, R. Saito, F. C. Barbi // Brazilian Administration Review. – 2013. – Vol. 10, No. 3, art. 5. – P. 323–346.

17. Wu, X. Firm growth type and capital structure persistence / X. Wu, C. K. Au Yeung // Journal of Banking & Finance. – 2012. – Vol. 36. – P. 3427–3443.