

**ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ФАКТОРОВ,
ВЛИЯЮЩИХ НА СНИЖЕНИЕ 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 обосновывается модель проведения эмпирического исследования, разбитого на две части. В первой части исследования выявляется характер влияния различных факторов, включая контрольные переменные, на благосостояние акционеров и кредиторов российских компаний. Это позволяет определить, приводит ли к перераспределению благосостояния между кредиторами и акционерами наличие агентских конфликтов, а также различных инструментов управления структурой капитала (ковенантов, краткосрочного долга, финансовой гибкости). Во второй части на основе корреляционного анализа выявляется взаимосвязь между подверженностью компании агентскому конфликту и использованием инструментов снижения агентских издержек. Это позволило определить методы сокращения издержек агентского конфликта между акционерами и кредиторами российских компаний.

Abstract. This article explains the model of the empirical study that is divided into two parts. The first part of the study examines the influence of different factors on the welfare of shareholders and creditors of Russian companies. The results allow defining whether existence of Agency conflicts

and the use of capital structure management tools (covenants, short term debt and financial flexibility) lead to the redistribution of the welfare between shareholders and creditors. The second part of the study presents the correlation analysis that aims to disclose the interconnection between the exposure of the company to the Agency conflict and the use of the tools that reduce Agency costs. As a result, we develop the methods that could be employed to reduce costs of the agency conflict between shareholders and creditors of Russian companies.

Ключевые слова: ковенанты, агентский конфликт, благосостояние акционеров, благосостояние кредиторов.

Keywords: covenants, agency conflict, welfare of creditors, welfare of shareholders.

1. Модель оценки влияния агентского конфликта на благосостояние акционеров и кредиторов российских компаний

Для оценки перераспределения благосостояния между акционерами и кредиторами построим модель, являющуюся системой двух независимых уравнений: в одном – результирующей переменной будет разница между доходностью акций компании и среднерыночной доходностью (*AER*), а в другом – спред доходности облигаций компании (*BS*). Такая методика была предложена в статье Имбировича и Варенбурга [3]. Авторы ставили целью изучение влияния тех или иных событий на указанные выше переменные, поэтому они использовали метод *event study*. Ученые продемонстрировали, что объявление о проведении *сделок слияния и поглощения (mergers and acquisitions – M&A)* и неожиданный рост долговой нагрузки способствуют перераспределению благосостояния от кредиторов в пользу акционеров. Так как цели исследования, проведенного Имбировичем и Варенбургом, значительно отличаются от целей, поставленных в данном исследовании, то, соответственно, подход указанных авторов будет использован нами лишь частично.

В работе Баньяни, Милонаса, Саундерса и Травлоса [4], несмотря на то что основное внимание уделяется оценке влияния участия менеджеров в акционерном капитале компании на вероятность перераспределения благосостояния, авторы также рассматривают ряд важных для данного исследования взаимо-

связей. В частности, размер премии по корпоративным облигациям ставится в зависимость от величины финансового рычага, размера компании, бизнес-риска и применения ковенантов. Вышеназванные авторы пришли к выводу, что значение финансового рычага оказывает значимое положительное влияние на размер премии по облигациям, в то время как размер компании, напротив, способствует снижению премии. Применение ковенантов и волатильность доходов не оказывали значимого воздействия на размер премии. Эконометрическая оценка проводилась с помощью модели с фиксированными эффектами. Принимая во внимание сходность подходов, можно сделать вывод, что для эмпирической проверки выдвинутых нами гипотез может быть использована модель анализа панельных данных с фиксированными эффектами.

Модель в общем виде выглядит следующим образом:

$$\left\{ \begin{array}{l} AER_{i,t} = y_{i,t}^{AC} \times \beta^{ER} + z_{i,t}^{INSTR} \times \delta^{ER} + x_{i,t}^{CON} \times \gamma^{ER} + u_i^{ER} + \varepsilon_{i,t}^{ER} \\ BS_{i,t} = y_{i,t}^{AC} \times \beta^{DR} + z_{i,t}^{INSTR} \times \delta^{DR} + x_{i,t}^{CON} \times \gamma^{DR} + u_i^{DR} + \varepsilon_{i,t}^{DR} \end{array} \right\}, (1)$$

где $AER_{i,t}$ – разница между доходностью акций компании и среднерыночной доходностью; $BS_{i,t}$ – спред доходности облигаций компании; $y_{i,t}^{AC}$ – вектор прокси-переменных, характеризующих величину агентских издержек компании; $z_{i,t}^{INSTR}$ – вектор переменных, указывающих на использование инструментов снижения агентских издержек; $x_{i,t}^{CON}$ – вектор контрольных переменных; u_i – индивидуальный эффект; $\varepsilon_{i,t}$ – случайная ошибка.

Регрессионный анализ предполагается дополнить корреляционным анализом, цель которого заключается в том, чтобы отследить влияние инструментов снижения агентских издержек на прокси-переменные, характеризующие подверженность компании агентскому конфликту между акционерами и кредиторами.

В исследовании используются следующие **предпосылки**:

1. Менеджеры компании всегда действуют в интересах акционеров.

2. Компании стремятся к достижению оптимального уровня инвестиций. В качестве оптимального уровня принимается средневзвешенное по отрасли значение отношения объема инвестиций к величине активов.

3. Если у компании в обращении находится несколько траншей облигаций, то спред доходности рассчитывается как значение, средневзвешенное по объемам траншей.

4. Рыночная стоимость акционерного капитала справедливо оценивает будущие результаты деятельности компании.

2. Формирование выборки компаний

В выборку вошли только публичные компании, публикующие аудированную финансовую отчетность, период наблюдения – 2012 и 2013 годы. Выбор столь короткого промежутка времени объясняется тем, что при выборе более длительного интервала в данных возникло бы большое количество пропусков, и панельные данные были бы несбалансированными. Причиной выбора указанного промежутка времени была стабильность внешних экономических условий, а расширение временного ряда повлекло бы за собой включение кризисных и посткризисных лет (2008–2010 годы). В итоговую выборку вошли 48 российских публичных нефинансовых компаний, что соответствует 96 наблюдениям.

3. Показатели, используемые для измерения факторов модели, и источники данных для проведения расчетов

Параметры разницы между доходностью акций компании и среднерыночной доходностью (AER) и спред доходности облигаций (BS) оценивались на основе рыночных данных. Показатель AER рассчитывался по следующей формуле:

$$AER_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} - ER_{mt}, \quad (2)$$

где P_t – цена акций компании на конец года t ; P_{t-1} – цена акций компании на конец года $t-1$; ER_{mt} – среднерыночная доходность в году t .

Спред доходности облигаций (BS) рассчитывался как средневзвешенное по объемам облигационных траншей компании. Данные о ценах акций, необходимые для расчета показателя AER , были получены из базы данных «Финам». Данные о величине спреда доходности облигаций (BS) были получены из базы «RusBonds».

Переменная AC_1 рассчитывается как отношение свободного денежного потока компании ($FCFF$) к величине ее активов. Для расчета переменной AC_2 , в первую очередь, были вычислены среднеотраслевые значения отношения величины *инвестиций в основной капитал* ($CapEx$) к величине активов компаний. Затем для каждой фирмы вычислялись относительные отклонения уровня инвестирования от среднеотраслевого значения (при этом n – количество фирм в отрасли, $Assets$ – величина активов, MEV – рыночная капитализация компании):

$$AC_2 = \frac{\left| \frac{CapEx_i}{Assets_i} - \left(\frac{CapEx}{Assets} \right)_{отрасль} \right|}{\left(\frac{CapEx}{Assets} \right)_{отрасль}}; \quad (3)$$

$$\left(\frac{CapEx}{Assets} \right)_{отрасль} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{CapEx_i}{Assets_i} \times MEV_i}{\sum_{i=1}^n MEV_i}. \quad (4)$$

Для расчета переменной AC_3 потребовались данные о рыночной капитализации компаний и балансовой стоимости собственного капитала. Капитализация рассчитывалась как произведение количества акций на их цену по состоянию на конец каждого года.

Для получения наиболее полной информации относительно использования российскими компаниями ковенантов долговых соглашений были проанализированы проспекты эмиссии облигаций. Информация была также дополнена из базы «Bloomberg». Сразу следует оговориться, что ни в одном из рассмотренных проспектов эмиссии не применялись ограничения

на дивиденды, поэтому данный вид ковенантов был исключен из анализа. Наиболее популярным видом ковенантов в проспектах эмиссии российских эмитентов оказались активные ковенанты (Cov_1), накладывающие на заемщика обязательства по предоставлению финансовой отчетности и информации о существенных событиях. В облигациях 42 компаний присутствовали ограничительные ковенанты (Cov_2), которые, в основном, касались последствий делистинга бумаг эмитентов, а также просрочки или неплатежей по обязательствам перед третьими сторонами. Ограничения на финансовые показатели (Cov_3) содержались в проспектах эмиссии лишь 5 компаний выборки.

Показатели, которые использовались для измерения рассмотренных детерминант при построении гипотез H1–H6, систематизированы в таблице 1.

В модели индикатором использования компаниями краткосрочных долговых обязательств будет выступать переменная *STD*, рассчитанная как доля краткосрочных обязательств в суммарной величине обязательств по их балансовой стоимости. Переменная финансовой гибкости (*FLEX*) рассчитывается как отношение величины текущих активов к общей величине активов по балансовой стоимости. В качестве показателя, отражающего размер компании, будет использован логарифм выручки [$\ln(SIZE)$]. Если использовать значение величины активов компании, то это может привести к мультиколлинеарности, так как многие факторные переменные модели нормировались как раз на величину активов.

Для оценки уровня долговой нагрузки нами будет использован показатель отношения величины активов (по балансовой оценке) к рыночной стоимости акционерного капитала (*LEV*) [2]. Для измерения рентабельности активов компании (*ROA*) использовалось отношение прибыли компаний к средней величине активов за период. В качестве показателя, отражающего макроэкономическую динамику, использовался темп роста ВВП (*GDP*) (см. таблицу 2).

ПРОБЛЕМЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ

Таблица 1 – Показатели, используемые для измерения факторов, и источники получения данных по исследуемым детерминантам

Гипотеза	Переменная	Измерение	Источник
H1	AC_1	Отношение чистого денежного потока к величине активов	Отчетность компаний
H2	AC_2	Отклонение отношения величины инвестиционных вложений к величине активов от средневзвешенного по капитализации значения по отрасли, взятое по модулю	Отчетность компаний («Финам»)
H3	AC_3	Отношение рыночной стоимости акционерного капитала к его балансовой стоимости	Отчетность компаний («Финам»)
H4	Cov_{1-4}	Индексы использования четырех типов ковенантов	«Bloomberg», проспекты эмиссии компаний («RusBonds»)
H5	STD	Отношение краткосрочного долга к общей величине долговых обязательств	Отчетность компаний
H6	$FLEX$	Отношение величины краткосрочных активов к общей величине активов	Отчетность компаний
<i>Примечание – Составлено авторами.</i>			

Таблица 2 – Показатели для измерения контрольных переменных и источники получения данных

Гипотеза	Переменная	Показатель для измерения	Источник данных
H7	Размер компании	Логарифм выручки компании, $\ln(SIZE)$	Данные по выручке компании согласно отчету о прибылях и убытках
H8	Уровень долговой нагрузки	Уровень долговой нагрузки, LEV	Отчетность компаний («Финам»)
H9	Рентабельность	Рентабельность активов, ROA	Отчет о прибылях и убытках
H10	Макроэкономическая динамика	Темп роста ВВП России, GDP	Росстат
<i>Примечание – Составлено авторами.</i>			

4. Результаты исследования влияния агентского конфликта на благосостояние акционеров и кредиторов российских компаний

В рамках эмпирической проверки гипотез использовались две спецификации модели: расширенная и сокращенная. Расширенная форма модели полностью совпадает с системой (1). Сокращенная форма предполагает исключение из модели переменных, характеризующих использование инструментов снижения агентских издержек конфликта между акционерами и кредиторами. Причины использования двух различных спецификаций состоят в следующем:

- использование инструментов снижения агентских издержек оказывает лишь косвенное влияние на доходность акций и облигаций компании, поэтому вполне вероятно, что эти пере-

менные окажутся избыточными, что ухудшит качество модели и приведет к смещению оценок коэффициентов;

– сопоставление двух моделей позволит сделать вывод, снизит ли включение в модель этих переменных значимость влияния агентских издержек на благосостояние акционеров и кредиторов.

Сокращенная форма модели представляет собой следующую систему:

$$\left\{ \begin{array}{l} AER_{i,t} = y_{i,t}^{AC} \times \beta^{ER} + x_{i,t}^{CON} \times \gamma^{ER} + u_i^{ER} + \varepsilon_{i,t}^{ER} \\ BS_{i,t} = y_{i,t}^{AC} \times \beta^{DR} + x_{i,t}^{CON} \times \gamma^{DR} + u_i^{DR} + \varepsilon_{i,t}^{DR} \end{array} \right\}. \quad (5)$$

Коэффициенты при переменных в системе независимых уравнений могут быть оценены при помощи обычного метода наименьших квадратов, так как в качестве объясняющих переменных в обоих уравнениях модели выступают только экзогенные факторы. Для проведения исследования оценивалась регрессия с фиксированными эффектами, что обусловлено наличием у каждой из компаний неизмеримых индивидуальных особенностей.

В результате тестирования моделей была выявлена проблема мультиколлинеарности, что подтвердилось тестом *VIF* (Variance inflation factor). Для разрешения этой проблемы было необходимо протестировать модели на наличие избыточных переменных. Было установлено, что для сокращенной модели с результирующей переменной *AER* избыточными являются переменные *AC₃*, *ROA* и *GDP*. Данные переменные не оказывали значимого влияния на результирующую переменную. Для сокращенной модели с результирующей переменной *BS* было получено, что значимого влияния не оказывали переменные *AC₃*, *GDP* и *AC₂*. Переменная *ln(SIZE)* оказалась незначимой в модели с результирующей переменной *BS*, однако ее исключение привело к ухудшению качества модели, поэтому она также вошла в итоговую модель.

Для расширенной модели из всех инструментов значимое положительное влияние на переменную *AER* оказывает только финансовая гибкость компании (*FLEX*). В свою очередь, спред доходности облигаций *BS* не подвергается существенному влия-

нию со стороны данных переменных. Результаты оценивания параметров модели после исключения избыточных переменных и добавления пропущенных представлены в таблице 3.

Таблица 3 – Параметры итоговой расширенной модели

Регрессор	Зависимая переменная	
	<i>AER</i>	<i>BS</i>
Константа	-9,78**	52,43
Отношение свободного денежного потока к величине активов, AC_1	0,70**	6,20*
Отклонение отношения величины инвестиционных вложений к величине активов от средневзвешенного по капитализации значения по отрасли, взятого по модулю, AC_2	0,73***	4,19*
Размер компании, $\ln(SIZE)$	0,79*	-4,38
Уровень долговой нагрузки, LEV	-0,06***	0,18**
Рентабельность активов, ROA	–	-20,72**
Финансовая гибкость, $FLEX$	2,11**	–
Количество наблюдений	96	96
R^2	0,81	0,21
Стандартная ошибка	0,30	2,90
F -статистика	7,52	6,95
P -value (F)	0,00	0,00
<p><i>Примечание</i> – 1. «*», «**», «***» – значимость коэффициентов на 10%-, 5%- и 1%-м уровнях соответственно. 2. Составлено авторами.</p>		

Итоговая система уравнений выглядит нижеследующим образом:

$$\left\{ \begin{array}{l} AER_{i,t} = -9,78 + 0,70 \times AC_{i,t}^1 + 0,73 \times AC_{i,t}^2 + \\ + 0,79 \times \ln SIZE - 0,06 \times LEV_{i,t} + 2,11 \times FLEX \\ BS_{i,t} = 52,43 + 6,20 \times AC_{i,t}^1 + 4,19 \times AC_{i,t}^2 - \\ - 4,38 \times \ln SIZE + 0,18 \times LEV_{i,t} - 20,72 \times ROA_{i,t} \end{array} \right\} \quad (6)$$

В указанной модели мультиколлинеарность не выявлена.

Результаты регрессионного анализа продемонстрировали, что на перераспределение благосостояния между акционерами и кредиторами оказывают влияние такие проявления агентского конфликта, как использование свободного денежного потока без учета интересов кредиторов (переменная AC_1) и проблема недоинвестирования и переинвестирования (переменная AC_2). Агентский конфликт «акционеры – кредиторы» чаще встречается в компаниях с высокой величиной свободного денежного потока: и доходность акций, и спред доходности облигаций положительно зависят от величины свободного денежного потока. Чем выше значение величины свободного денежного потока, тем больше у менеджеров и акционеров стимулов использовать эти средства без учета интересов кредиторов. Согласно полученным результатам, гипотеза Н1 принимается.

По результатам проведенного исследования мы выявили, что гипотеза Н2 о влиянии проблем недоинвестирования и переинвестирования также принимается. Действительно, отклонение от оптимального объема инвестиций способно увеличить благосостояние акционеров: влияние переменной AC_2 на результирующую переменную AER оказалось значимым, а коэффициент при этой переменной – положительным. С другой стороны, увеличение переменной AC_2 ведет к значимому росту спреда доходности облигаций и снижению благосостояния кредиторов. Таким образом, потенциальным кредиторам и инвесторам следует проводить мониторинг этих проявлений агентского конфликта.

Гипотеза Н3 о влиянии агентских издержек, связанных с наличием потенциала роста, на благосостояние кредиторов не подтвердилась: скорее всего, это объясняется однородностью

анализируемых компаний, в окончательную выборку попали крупные публичные компании, находящиеся на стадии зрелости.

Переменные, характеризующие применение инструментов снижения агентских издержек, в основном не оказывают значимого влияния на благосостояние акционеров и кредиторов. Среди всех переменных этой группы значимой оказалась только финансовая гибкость компании. Поэтому гипотеза Н6.1, предполагающая значимое положительное влияние финансовой гибкости на доходность акций компании, принимается, а гипотезы Н4, Н5 отвергаются. Гипотеза Н6.2, согласно которой финансовая гибкость должна оказывать значимое отрицательное влияние на спред доходности облигаций компании, также отвергается. Таким образом, выводы об эффективности использования тех или иных инструментов можно сделать только на основании результатов корреляционного анализа.

Основная задача проведения корреляционного анализа состоит в том, чтобы определить тесноту взаимосвязи между показателями, характеризующими подверженность компании агентскому конфликту между акционерами и кредиторами, и переменными, отслеживающими использование инструментов снижения агентских издержек. Необходимость проведения корреляционного анализа во многом объясняется методикой расчета прокси-переменных, характеризующих подверженность компании влиянию агентского конфликта между акционерами и кредиторами. Например, свободный денежный поток компании определяется значениями прибыли, амортизационных отчислений, капитальных вложений и изменением величины оборотных средств. Маловероятно, что ковенанты, срочная структура обязательств и финансовая гибкость компании оказывают прямое и значимое воздействие на эти показатели. Тем не менее переменные AC_1 , AC_2 и AC_3 являются прокси-переменными для оценки подверженности компании агентским конфликтам. Поэтому, если некоторый инструмент снижения агентских издержек отрицательно коррелирован с данными переменными, можно утверждать, что он также отрицательно воздействует на величину агентских издержек.

В таблице 4 представлены попарные коэффициенты корреляции между переменными AC_1 , AC_2 , AC_3 , Cov_1 , Cov_2 , Cov_3 ,

STD и *FLEX*. Наиболее важные с точки зрения задачи, поставленной при проведении корреляционного анализа, взаимосвязи выделены в таблице жирным шрифтом с подчеркиванием. Анализ данных коэффициентов корреляции позволит ответить на вопрос, какие инструменты следует использовать при каждом из актуальных для российской практики проявлений агентского конфликта.

Помимо выделенных в таблице 4 переменных, следует обратить внимание на достаточно высокую положительную корреляцию, наблюдаемую между переменными AC_1 и AC_3 , Cov_1 и Cov_2 , а также *STD* и *FLEX*. Как мы уже указывали выше, переменные AC_3 , Cov_i , *STD* были исключены из итоговой расширенной модели вследствие наличия мультиколлинеарности. Тем не менее нам важно выявить степень их корреляции с оставшимися в модели регрессорами.

Таблица 4 – Матрица корреляционных связей между переменными модели

	AC_1	AC_2	AC_3	Cov_1	Cov_2	Cov_3	<i>STD</i>	<i>FLEX</i>
AC_1	1,00							
AC_2	-0,09	1,00						
AC_3	0,55	-0,10	1,00					
Cov_1	-0,04	0,05	0,03	1,00				
Cov_2	0,07	0,07	0,08	0,53	1,00			
Cov_3	-0,05	-0,16	0,04	0,07	-0,08	1,00		
<i>STD</i>	0,22	0,02	0,01	-0,03	0,10	-0,20	1,00	
<i>FLEX</i>	-0,14	0,09	-0,25	-0,05	-0,08	-0,17	0,57	1,00
<i>Примечание</i> – Составлено авторами.								

Первая взаимосвязь (AC_1 и AC_3) свидетельствует о высокой корреляции двух проявлений агентских конфликтов: неоп-

тимального использования свободного денежного потока и наличия у компании потенциала роста. В данном случае получается, что менеджеры компаний с высоким потенциалом роста склонны использовать свободный денежный поток таким образом, чтобы благосостояние акционеров максимизировалось за счет кредиторов. Важным следствием высокой корреляции между этими показателями является вывод о том, что для снижения издержек, связанных с указанными проявлениями агентского конфликта, можно применять одни и те же инструменты. Как было доказано в ходе регрессионного анализа, агентские издержки, возникающие из-за наличия у компании потенциала роста, не оказывают значимого влияния на благосостояние акционеров и кредиторов российских компаний. При этом из таблицы 4 видно, что корреляция между переменными AC_1 и AC_3 достаточно высока. Это значит, что потенциал роста компании усугубляет влияние проблемы использования свободного денежного потока на величину агентских издержек. Потенциал роста влияет на благосостояние акционеров и кредиторов не напрямую, а опосредованно через другое проявление конфликта. Согласно данным таблицы 4, снижение издержек, связанных с потенциалом роста компании, может осуществляться за счет поддержания финансовой гибкости. Таким образом, финансовая гибкость компании позволяет оказывать комплексное влияние сразу на два проявления агентского конфликта.

Две другие отмеченные выше взаимосвязи касаются использования инструментов снижения агентских издержек (Cov_1 и Cov_2). Высокая корреляция между активными и ограничительными ковенантами объясняется тем, что в кредитных соглашениях ограничительные ковенанты часто дополняются требованиями о раскрытии информации относительно существенных событий.

Взаимосвязь между структурой активов и обязательств, проявляющаяся в виде высокой корреляции между переменными STD и $FLEX$, объясняется тем, что компании, как правило, стремятся финансировать оборотные активы за счет краткосрочных обязательств, а долгосрочные активы – соответственно, за счет долгосрочных обязательств. Используя один из инструментов снижения агентских издержек, компания должна авто-

матически задействовать и другой. Например, если компания вкладывается в оборотные активы, то она должна финансировать эти вложения за счет краткосрочных обязательств. Этот вывод соответствует результатам, полученным Чайлдсом, Мауэром и Оттом [1].

Таким образом, при решении вопросов о снижении издержек агентского конфликта компании необходимо учитывать следующее:

1. Потенциал роста компании усугубляет проблему распределения менеджерами свободного денежного потока без учета интересов кредиторов. Для снижения издержек агентского конфликта может быть использовано поддержание финансовой гибкости компании.

2. Если в кредитное соглашение включаются ограничительные ковенанты, то они должны быть дополнены активными ковенантами, требующими от заемщика раскрытия определенной информации.

3. Необходимые для поддержания финансовой гибкости компании активы могут быть профинансированы за счет краткосрочных обязательств. Такая политика не приведет к росту риска ликвидности, и при этом не будет нарушен баланс временной структуры активов и обязательств.

Список литературы

1. 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.

2. 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.

3. 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.

4. Managers, Owners, and the Pricing of Risky Debt : An Empirical Analysis / E. S. Bagnani, N. T. Milonas, A. Saunders, N. G. Travlos // *The Journal of Finance*. – 1994. – Vol. 49, No. 2. – P. 453–477.