

## **Тема 10.**

# **Теория корпоративных финансов**

Корпоративная форма хозяйствования является доминирующей среди других форм организации бизнеса в любой стране с рыночной экономикой. Фундаментальной особенностью, отличающей корпорацию от предпринимательской фирмы, является возможность объединения средств многих инвесторов для финансирования фирмы, - другими словами, для создания капитала. Корпоративная форма организации - один из основных механизмов, обеспечивающих процесс использования сбережений отдельных домашних хозяйств для целей инвестирования производства.

Современная теория корпоративных финансов - один из важнейших и наиболее сложных разделов финансовой теории. Основные вопросы, исследуемые здесь - вопросы об издержках создания капитала и оценке стоимости фирмы. В теории корпоративных финансов находят отражения большинство проблем экономической теории - вопросы риска и дохода, соизмерения стоимости во времени, асимметричной информации и взаимоотношений заказчика-агента, оценки условных требований, и многие другие.

В целом, корпоративные финансы представляют собой отдельную дисциплину, которой посвящено большое количество специальной учебной литературы и множество научных исследований. В данной главе обсуждаются лишь некоторые из наиболее важных проблем теории корпоративных финансов, формулируются основные теоретические результаты, причем главное внимание уделено вопросам тесной взаимосвязи, существующей между проблемами деятельности корпораций и вопросами функционирования рынков капитала, оценки инвестиций, и эффективности финансовой системы в целом.

### **Издержки финансирования капитала**

#### **и стоимость корпорации**

Источники финансирования капитала любой фирмы можно отнести к двум основным категориям: собственные средства (средства владельцев фирмы), и заимствованные - взятые в долг.

В случае предпринимательской фирмы, собственные средства - это сбережения владельца, используемые им для финансирования производства. Корпорация имеет возможность привлекать средства многих инвесторов путем выпуска акций - ценных бумаг, свидетельствующих о праве собственности на часть капитала корпорации.

Финансирование за счет заимствований можно производить как в форме банковского кредитования, так и в форме выпуска собственных долговых обязательств, прежде всего облигаций.

Таким образом, капитал любой фирмы состоит из двух основных частей - собственного капитала и долга. Поэтому стоимость капитала фирмы или просто стоимость фирмы - это сумма стоимости собственного капитала (стоимости акций) и стоимости долга (если заимствование произведено исключительно путем выпуска облигаций, то стоимость долга - это суммарная стоимость облигаций). Формально:

$$V = S + B, \quad (10.1)$$

где  $V$  - стоимость фирмы (корпорации),  $S$  - стоимость собственного капитала,  $B$  - стоимость долга. Отношение стоимости долга к стоимости основного капитала ( $B/S$ ) называется коэффициентом финансового ливериджа.

Любая форма финансирования капитала фирмы связана с издержками. В случае долговых обязательств издержки - это выплаты кредиторам сверх основной суммы долга: проценты по кредиту или выплаты фиксированного дохода по облигациям. В случае основного капитала - это доходы, выплачиваемые собственникам на вложенные ими средства. Издержки создания основного капитала существуют независимо от формы организации фирмы. При корпоративной форме, издержки - это доходы по акциям, которые выплачиваются корпорацией своим акционерам. Для предпринимательской фирмы, когда владелец использует собственные сбережения, издержки принимают форму альтернативных издержек - утраченных доходов, которые предприниматель мог бы получать, при наиболее выгодном альтернативном использовании своих средств.

Мы будем выражать издержки в процентном отношении к стоимости капитала. Обозначим издержки собственного капитала через  $r_S$  - это доход, выплачиваемый собственникам в расчете на единицу стоимости собственного капитала. Соответственно,  $r_B$  - доход, выплачиваемый кредиторам в расчете на единицу стоимости долга.

Издержки создания капитала фирмы отражает показатель средневзвешенных издержек капитала  $r_C$ , равный

$$r_C = \left[ \frac{S}{V} \right] r_S + \left[ \frac{B}{V} \right] r_B. \quad (10.2)$$

Отношение  $S/V$  отражает долю собственного капитала в общей структуре капитала фирмы,  $B/V$  - соответственно, долю долга.

Заимствование средств объективно является менее рискованным по сравнению с вложениями в собственный капитал. Во-первых, потому что проценты по долгу как правило определены заранее условиями кредитного соглашения или проспектом эмиссии облигаций, тогда как доход по акциям заранее неизвестен и зависит от результатов деятельности фирмы. Естественно, что и в одном, и в другом случае существует риск того, что фирма по той или иной причине не обеспечит как выплату процентов по долгу, так и части дохода на основной капитал. Но и в последнем случае заимствование менее рискованно вследствие существования преимущественного права кредиторов на активы фирмы, закрепленного хозяйственным законодательством абсолютного большинства стран. Согласно этому

принципу, в случае если фирма прекращает операции, требование кредиторов по возврату долга удовлетворяются в первую очередь. Собственники - владельцы акций, обладают остаточными требованиями - величина активов на которые они имеют право претендовать равна остаточной стоимости после того, как были погашены обязательства перед кредиторами. Соответственно, и с этой точки зрения собственный капитал является более рискованным по сравнению с заемным.

Приведенные аргументы лежат в основе традиционного подхода к проблеме издержек капитала, согласно которому финансирование за счет долга, как правило, дешевле чем финансирование за счет собственных средств. Действительно, в силу предположения о несклонности к риску большинства инвесторов, для того чтобы более рискованные инвестиции были привлекательными, они должны обеспечивать большую доходность. В нашем случае, это означает, что должно выполняться условие

$$r_B < r_S$$

Соответственно, увеличение доли долга в общей структуре капитала фирмы должно снижать общие (средневзвешенные) издержки капитала  $r_C$ . Однако возможности по финансированию за счет выпуска долговых обязательств не могут быть безграничными. Рост величины ливериджа  $B/S$  увеличивает риск финансовой несостоятельности. Увеличение рискованности приводит, в свою очередь, к снижению стоимости долга и, как следствие, - к увеличению издержек (доходности)  $r_B$ , так как стоимость  $B$  и доходность  $r_B$  связаны обратной зависимостью. Другими словами - больший риск, связанный с увеличением ливериджа приводит к тому, что инвесторы требуют большей платы за кредит (большей доходности долговых обязательств).

Таким образом, согласно традиционным взглядам на структуру и стоимость капитала фирмы, увеличение доли долга в общем объеме капитала фирмы до определенного момента снижает общие издержки капитала, но при дальнейшем увеличении ливериджа издержки растут вследствие возрастания рискованности долговых обязательств. Данную традиционную точку зрения по поводу зависимости между средневзвешенными издержками капитала  $r_C$  и структурой капитала (ливвериджем)  $B/S$  отражает рисунок 10-1.

Следуя приведенным аргументам, можно сделать вывод, что существует некоторый оптимальный уровень финансового ливериджа, обеспечивающий минимальные издержки финансирования капитала, и для каждой фирмы существует своя оптимальная структура капитала, к которой она должна стремиться с целью снижения издержек.

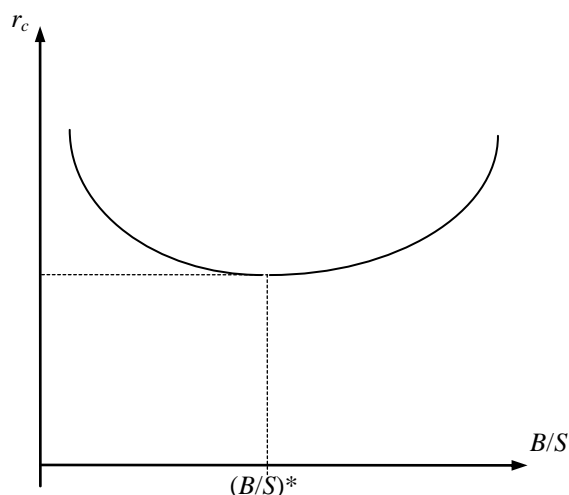


Рисунок 10-1

**Традиционная теория взаимосвязи ливериджа и издержек финансирования капитала.** В соответствии с традиционными взглядами, существует оптимальный уровень финансового ливериджа  $(B/S)^*$ , минимизирующий издержки финансирования капитала корпорации.

Другим положением традиционной теории является утверждение о положительной взаимосвязи между размером дивидендов и стоимостью акций фирмы, обсуждаемая в главе 9, где рассматриваются методы оценки акций. Действительно, стоимость любого объекта капитала - есть суммарная дисконтированная (приведенная) стоимость потока будущих доходов, которые он генерирует, а доходы по акциям имеют форму дивидендов. Следовательно, больший размер дивидендов должен означать большую стоимость фирмы.

### Теория Модильяни-Миллера

Отправной точкой современной теории корпоративных финансов по праву считается знаменитая работа Франко Модильяни и Мертона Миллера 1958 года, в которой авторы рассмотрели проблему издержек капитала с точки зрения финансового рынка в целом, и поставили под сомнение традиционную точку зрения о том, что долг дешевле собственного капитала. Следует отметить, что Ф. Модильяни и М. Миллер были удостоены Нобелевской премии по экономике в первую очередь за разработку теории корпоративных финансов.

Теория Модильяни-Миллера состоит из ряда утверждений, которые основаны на следующих допущениях:

- Существует безрисковая ставка процента, по которой фирмы и инвесторы могут заимствовать и инвестировать средства.
- Рынки капиталов совершенно конкурентны, отсутствуют операционные издержки, все инвесторы имеют одинаковый и полный доступ к информации о риске и доходности инвестиций.
- Не существует издержек связанных с банкротством, понимаемых как потери части активов фирмы, связанные с реализацией процедуры банкротства.
- Отсутствуют налоги.

- Фирмы могут быть классифицированы в соответствии со степенью риска согласно размерам и вероятностям доходов, которые они могут получать при реализации различных ситуаций («состояний природы»).

Если эти предположения справедливы, то справедливы и следующие факты, которые носят название теорем Модильяни-Миллера о независимости:

- Структура капитала (финансовый ливеридж) не оказывает влияния на величину средневзвешенных издержек капитала.
- Размер дивидендов не влияет на стоимость акций корпорации.

Доказательство обоих утверждений основано на принципе невозможности арбитражных операций на рынке капиталов.

### Структура капитала и издержки

Рассмотрим фирму, которая, как ожидается, прекратит деятельность в определенный будущий момент времени. Пусть  $x$  - ликвидационная стоимость активов фирмы. Если  $B$  - это величина долга, то требование кредиторов будут полностью удовлетворены, если  $x > B$ , а владельцы акций получают  $x - B$ . В противном случае, если стоимость активов меньше размеров долга, акционеры в соответствии с принципом остаточных требований, не получают ничего - средства, полученные в результате ликвидации активов пойдут на удовлетворение требований кредиторов.

Таким образом, стоимость акций на момент ликвидации будет равна

$$\max \{x - B, 0\}.$$

Величина платежей кредиторам, в свою очередь:

$$\min \{x, B\}.$$

Так как стоимость фирмы - это сумма стоимости долга и собственного капитала, то

$$V = S + B,$$

мы, используя принцип невозможности арбитража, можем записать, что текущая стоимость фирмы - это ожидаемая приведенная стоимость долга и собственного капитала на момент ликвидации, то есть:

$$V = \frac{1}{(1+k)^t} E [\max \{x - B, 0\} + \min \{x, B\}], \quad (10.3)$$

где  $k$  (ставка дисконтирования) - это доходность альтернативных инвестиций с такой же степенью риска (требуемая доходность),  $t$  - время до ликвидации,  $E$  - оператор математического ожидания.

Очевидно, что если  $x > B$ , то

$$\max \{x - B, 0\} = x - B \text{ и } \min \{x, B\} = B.$$

Если же  $x < B$ , то

$$\max \{x - B, 0\} = 0 \text{ и } \min \{x, B\} = x,$$

то есть, в любом случае выражение (10.3) сводится к следующему

$$V = \frac{1}{1+k} E\bar{x}.$$

Следовательно, стоимость фирмы в нашем примере определяется лишь ожидаемой ликвидационной стоимостью ее активов  $E\{\bar{x}\}$  и величиной риска - степенью уверенности в верности оценки ликвидационной стоимости, которая отражается коэффициентом дисконтирования  $k$ . Стоимость фирмы не зависит от структуры капитала - соотношения стоимости собственного капитала и долга.

### Дивиденды

Покажем теперь, что при выполнении принятых нами допущений, размер дивидендов также не должен оказывать влияние на стоимость фирмы.

Рассмотрим фирму в момент выплаты дивидендов. Пусть  $D$  - размер дивидендов,  $V_b$  - стоимость фирмы до выплаты дивидендов,  $V_a$  - после выплаты. Если невозможен арбитраж, то с необходимостью должно выполняться:

$$V_b = E[V_b + V_a] = D + E[V_a]. \quad (10.4)$$

Предположим, что размер дивидендов меняется. Фактом, который следует из принятых нами предположений, является то, что изменение размеров дивидендов влияет на размер нераспределенной прибыли, в то время как размер инвестиций фирмы фиксирован и определяется исключительно доходностью инвестиций и размером издержек по их финансированию (см. главу 1).

Таким образом, увеличение размера дивидендов ведет с необходимостью к уменьшению активов, и может быть профинансировано либо увеличением долга, либо путем увеличения основного капитала. Так как, в соответствии с теорией Модильяни-Миллера, изменение структуры капитала не влияет на стоимость фирмы, для определенности предположим, что увеличение дивидендов финансируется за счет дополнительного заимствования по ставке  $k$ . Если  $\Delta D$  - прирост дивидендов и, соответственно, прирост долга, то дополнительные выплаты по его обслуживанию будут составлять  $k\Delta D$  каждый период.

Стоимость фирмы, в соответствии с принципом капитализации дохода - это суммарная дисконтированная стоимость денежных потоков, (в данном случае - прибыли), которую она генерирует, то есть

$$V_a = E\left[\sum_{i=0}^{\infty} \frac{1}{(1+k)^i} \bar{p}_i\right], \quad (10.5)$$

где  $\bar{p}_i$  - прибыль в  $i$ -й период. В случае прироста дивидендов на величину  $\Delta D$  стоимость будет равна

$$\begin{aligned}
 V_a \text{ (} \mathcal{O} + \Delta D \text{)} &= E \left[ \sum_{i=0}^{\infty} \frac{p_i - k\Delta D}{(1+k)^i} \right] \\
 &= E \left[ \sum_{i=0}^{\infty} \frac{p_i}{(1+k)^i} \right] - E \left[ \sum_{i=0}^{\infty} \frac{k\Delta D}{(1+k)^i} \right] \\
 &= V_a \text{ (} \mathcal{O} \text{)} - \Delta D
 \end{aligned}$$

Тем самым получим, что стоимость фирмы до выплаты дивидендов, если принято решение об их увеличении, равна:

$$\begin{aligned}
 V_b \text{ (} \mathcal{O} + \Delta D \text{)} &= E [D + \Delta D + V_a \text{ (} \mathcal{O} + \Delta D \text{)}] \\
 &= D + \Delta D + E [V_a \text{ (} \mathcal{O} + \Delta D \text{)}] \\
 &= D + \Delta D + E [V_a \text{ (} \mathcal{O} \text{)}] - \Delta D \\
 &= D + E [V_a \text{ (} \mathcal{O} \text{)}] = V_b \text{ (} \mathcal{O} \text{)}
 \end{aligned}$$

или окончательно:

$$V_b \text{ (} \mathcal{O} + \Delta D \text{)} = V_b \text{ (} \mathcal{O} \text{)}.$$

Таким образом, изменение размера дивидендов не оказывают влияние на стоимость фирмы.

### Средневзвешенные издержки капитала в теории Модильяни-Миллера

Стоимость капитала фирмы - есть дисконтированная стоимость чистых денежных потоков (прибыли), которую он генерирует:

$$V = E \left[ \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\tilde{P}_i}{(1+r_C)^i} \right], \quad (10.6)$$

где  $r_C$  - издержки капитала. Поэтому, если стоимость  $V$  при изменении структуры капитала  $B/S$  не меняется, то неизменной должна оставаться и величина  $r_C$ , равная

$$r_C = \left[ \frac{S}{V} \right] r_S + \left[ \frac{B}{V} \right] r_B. \quad (10.7)$$

Предположим, как и ранее, что  $r_B < r_S$ . Если стоимость собственного капитала  $r_S$  остается неизменной то увеличение долга  $B$  по отношению к собственному капиталу  $S$  должно снизить средневзвешенные общие издержки капитала  $r_C$ . Но мы показали, что в рамках допущений теории Модильяни-Миллера,  $r_C$  при изменении структуры капитала не меняется. Это означает, что  $r_S$  должна увеличиваться при росте  $B/S$  согласно закономерности:

$$r_S = r_C + \left[ \frac{B}{S} \right] (r_C - r_B), \quad (10.8)$$

- издержки собственного капитала (доходность акций) должны быть прямо пропорциональны уровню ливериджа.

В соответствии с теорией Модильяни-Миллера увеличение долга по отношению к собственному капиталу увеличивает требуемую акционерами

величину доходности акций, что объясняется увеличением риска инвестиций при большем уровне  $B/S$ .

Графически данные результаты теории Модильяни-Миллера представлены на рисунке 10-2. Средневзвешенные издержки капитала при росте  $B/S$  не меняются, тогда как доходность акций растет.

Таким образом, теория Модильяни-Миллера отрицает традиционное положение о существовании оптимальной структуры капитала фирмы, минимизирующей издержки. Рассмотрим еще один аргумент в пользу этого тезиса, базирующийся опять-таки на предположении об отсутствии арбитражных возможностей. Предположим противное. Пусть существует оптимальный уровень ливериджа  $(B/S)^*$ , минимизирующий издержки капитала и, соответственно, максимизирующий стоимость фирмы  $V$ . Это означает, что любое отклонение от оптимального уровня  $(B/S)^*$  должно приводить к снижению  $V$  и росту  $r_C$ . Однако это означало бы возможность арбитража посредством приобретения фирмы и рефинансирования ее капитала в соответствии с оптимальным соотношением  $B/S$ , тем самым существовала бы возможность получения безрисковой арбитражной прибыли.

Необходимо помнить об упрощающем характере предположений, на которых основана теория Модильяни-Миллера. Ниже мы рассмотрим, как может повлиять на полученные нами результаты отказ от некоторых важных допущений.

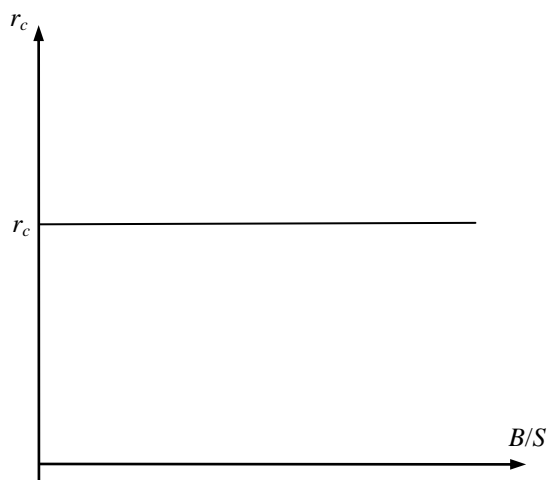


Рисунок 10-2

**Взаимосвязь издержек финансирования капитала корпорации и ливериджа в соответствии с теорией Модильяни-Миллера.** Согласно теореме о независимости Модильяни-Миллера издержки финансирования капитала не зависят от уровня финансового ливериджа (соотношения долга и собственных средств в капитале корпорации)

### Налоги и операционные издержки

Насколько существенно влияют налоги и операционные издержки, существующие в реальном мире, на теоретические выводы? Этим вопросам посвящены десятки исследований. Мы рассмотрим лишь некоторые выводы, которые можно считать общепринятыми современной финансовой наукой.

### Налоги на прибыль и издержки банкротства



Можно выделить два основных источника влияния фактора налогообложения на стоимость корпорации: во-первых, это налоги на прибыль фирмы, во-вторых - индивидуальный подоходный налог.

Налог на прибыль является одной из основных причин того, что финансирование через заимствование более дешево по сравнению с финансированием посредством расширения собственного капитала. Действительно, проценты по кредитам и выплаты по облигациям - в соответствии с налоговым законодательством большинства стран (и Украина здесь не исключение) - включаются в состав затрат и, тем самым, исключены из налогооблагаемой прибыли. В то же время дивиденды выплачиваются из общего объема прибыли после уплаты налогов. Поэтому фирма, даже если для инвесторов заимствование средств и вложение в акции эквивалентны, несет большие издержки по выплате дивидендов по сравнению с выплатой процентов по долгу.

Рассмотрим простой пример. Пусть имеется корпорация с соотношением долга к основному капиталу (ливериджем):

$$B/S = 1/1.$$

Пусть требуемая инвесторами доходность облигаций и акций одинакова и составляет 10%, а ставка налога на прибыль равна 30%. Предположим, что суммарная стоимость капитала фирмы составляет \$1 млн., размер прибыли до выплаты налогов и процентов - \$150 тыс. Объем процентных выплат по долгу составит

$$\frac{1}{2} \times \$1,000,000 \times 10\% = \$50,000.$$

Налогооблагаемая прибыль, таким образом, равна \$100 тыс. Размер налога - \$30 тыс. Размер дивидендов (10%) равен:

$$\frac{1}{2} \times \$1,000,000 \times 10\% = \$50,000.$$

Следовательно, размер нераспределенной прибыли равен:

$$\$150,000 - \$50,000 - \$50,000 - \$30,000 = \$20,000.$$

Сравним это со случаем, когда уровень ливериджа составляет

$$B/S = 2/1.$$

Выплаты процентов равны тогда

$$\frac{2}{3} \times \$1,000,000 \times 10\% = \$66,667,$$

налог на прибыль

$$(\$150,000 - \$66,667) \times 30\% = \$25,000,$$

дивиденды:

$$\frac{1}{3} \times \$1,000,000 \times 10\% = \$33,333,$$

нераспределенная прибыль:

$$\$150,000 - \$66,667 - \$33,333 - \$25,000 = \$25,000,$$

то есть изменение структуры капитала увеличивает объем нераспределенной прибыли и, как следствие, стоимость фирмы.

Вывод - налогообложение прибыли является причиной того, что стоимость фирмы - это возрастающая функция ливериджа. Следовательно, чем больше долг по отношению к собственному капиталу - тем меньшими будут издержки и большей стоимость фирмы. Доводя это утверждение до крайности - наиболее эффективный способ финансирования - это исключительный выпуск долговых обязательств.

Однако, увеличение размера долга одновременно увеличивает риск финансовой несостоятельности - банкротства. Чем больше долговые обязательства, тем выше вероятность, что прибыль (чистый денежный поток), генерируемая фирмой окажется недостаточной для полного выполнения финансовых обязательств. Этот фактор особенно важен, если принять во внимание существование операционных издержек - и, прежде всего, издержек связанных с процедурой банкротства (ликвидационных издержек). Издержки по реализации процедуры банкротства снижают стоимость активов фирмы, то есть снижают размеры выплат кредиторам. Поэтому, чем выше риск банкротства, тем выше процент, требуемый кредиторами.

Издержки, связанные с банкротством - один из основных аргументов в пользу наличия положительной зависимости между ливериджем  $V/S$  и издержками  $rC$ , а значит и общими средневзвешенными издержками  $rC$ .

Подводя итог, скажем, что введение в модель налогообложения и операционных издержек снова приводит нас к выпуклой форме зависимости  $rC$  от  $V/S$  (рисунок 10-1): увеличение долга по отношению к основному капиталу до определенного уровня снижает издержки, но затем возрастание вероятности банкротства приводит к росту  $rC$ , и мы снова приходим к выводу о существовании оптимального для фирмы соотношения собственного капитала и долга, минимизирующего общие средневзвешенные издержки капитала.

### **Подходный налог и теорема Миллера**

Дискуссии относительно взаимосвязи структуры капитала и стоимости фирмы, и о существовании оптимального уровня ливериджа остаются актуальными и по сей день.

Более глубокие исследования названных закономерностей часто ставят под сомнение однозначность полученных нами выводов, В особенности относительно существования оптимального уровня ливериджа  $V/S$ . В соответствии с теоремой Миллера фактор прогрессивного налогообложения индивидуального дохода, практически нейтрализует преимущества финансирования посредством заимствования. С точки зрения Миллера, оптимальный уровень финансового ливериджа существует для экономики в целом, но в то же время отсутствует для отдельной фирмы.

Действительно, если в экономике существует безрисковая не облагаемая налогом ставка доходности (например, по государственным облигациям), инвесторы

не будут вкладывать средства в корпоративные обязательства, если доход по ним после уплаты налогов меньше, чем тот, который обеспечивается безрисковыми инструментами. Подоходный налог, тем самым, увеличивает издержки финансирования для корпораций.

Пусть  $r_f$  - не облагаемая налогом ставка доходности,  $T_i$  - ставка налогообложения дохода  $i$ -й группы инвесторов ( $T_i$  возрастает при росте доходов). Для того чтобы привлечь средства этой группы инвесторов под долговые обязательства фирмы, ставка доходности последних (то есть издержки финансирования капитала за счет долга) должна составлять как минимум:

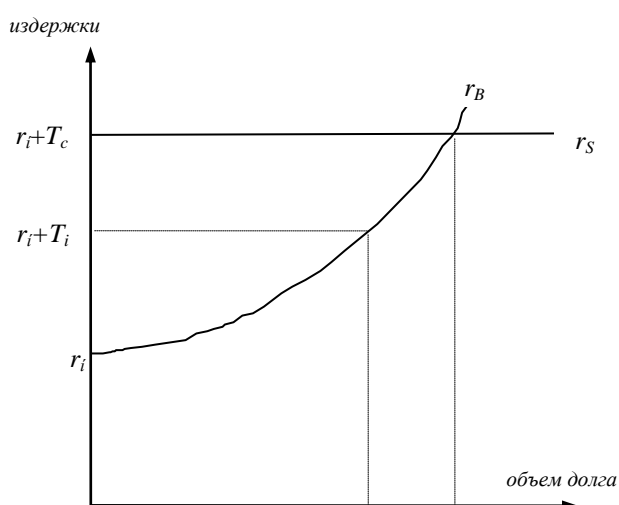


Рисунок 10-3

**Равновесие в экономике согласно теореме Миллера.** В условиях прогрессивной шкалы налогообложения индивидуальных доходов фирмы финансируют капитал за счет эмиссии долга до момента, пока доходность долговых обязательств превышает не облагаемую налогом ставку доходности на величину подоходного налога. Равновесный объем заимствований определяется равенством ставки подоходного налога кредиторов и ставки налогообложения прибыли.

$$r_B = r + T_i.$$

Если процентный доход по долговым корпоративным обязательствам всегда является объектом налогообложения, то доход от собственности включает капитальный доход, который не облагаемый налогом, пока он не реализован. Для простоты, будем считать, что доход от собственности полностью состоит из капитального дохода. Издержки корпорации по обеспечению инвесторам дохода от собственности в размере  $r_f$  составляют:

$$r_S = r + T_c,$$

где  $T_c$  - ставка налогообложения прибыли корпораций. Фирмам выгодно увеличивать размер долга в структуре капитала пока выполняется условие:

$$T_i < T_c,$$

а условием оптимального уровня ливериджа для экономики в целом будет равенство (рисунок 10-3):

$$T_c = T_{i^*}, \quad (10.9)$$

- индекс  $i^*$  здесь соответствует группе инвесторов, для которой отсутствуют налоговые преимущества по выбору между инвестициями в долговые обязательства или права собственности.

Условие (10.9) определяет равновесный объем заимствований для корпоративного сектора в целом. Это означает, что для каждой отдельной фирмы не существует побудительных мотивов для увеличения заимствований, так как для этого требуется обеспечить доходность на таком уровне, чтобы заинтересовать инвесторов с более высокой ставкой подоходного налога. А такая ставка доходности будет уже выше чем издержки финансирования за счет собственных средств.

Кроме того, Миллером приведены результаты эмпирических исследований, свидетельствующие, что прямые издержки банкротства относительно невелики и, следовательно, не должны оказывать существенного влияния на стоимость заимствования.

Приведенные аргументы фактически означают возврат к первоначальным утверждениям теорем о независимости Модильяни-Миллера - прежде всего об отсутствии оптимального уровня финансового ливериджа для отдельной корпорации.

### **Дивиденды**

Выводы о влиянии дивидендов на оценку стоимости фирмы также в значительной мере зависят от фактора налогообложения.

Дивиденды, выплачиваемые фирмой своим акционерам, как правило являются объектом налогообложения, так как включаются в общий размер налогооблагаемого дохода человека. Следовательно, доходность инвестиций в акции должна превышать безрисковую доходность по государственным бумагам (как правило, не подлежащую налогообложению) как минимум, на величину налога.

Традиционная точка зрения, согласно которой, инвесторы предпочитают фирмы с более высокими дивидендами, отрицается теорией Модильяни-Миллера. Однако вследствие фактора налогообложения, и в особенности, - при существовании прогрессивной ставки налогообложения, выводы теории значительно корректируются. Отношение к дивидендам может зависеть от общего уровня доходов (или богатства) инвестора. Инвесторы с низким уровнем дохода (при относительно невысокой ставке налогообложения) естественно предпочтут получение дивидендов, увеличивающих их текущее потребление. Инвесторы же с высокими доходами могут предпочесть более высокий темп роста стоимости акций, так как в случае выплаты дивидендов, значительная их часть уйдет на выплату налогов, тогда как капитальный доход, получаемый от роста курсовой стоимости, может облагаться налогом только когда он реализован, то есть акции проданы.

### **Теория и эмпирические исследования**

Реальная действительность очень часто противоречит выводам относительно деятельности корпораций, предлагаемых различными теориями в области корпо-

ративных финансов. Это относится как к закономерностям выбора источников финансирования, дивидендной политике, так и другим аспектам деятельности фирм.

### **Источники финансирования**

Одним из наиболее важных выводов, который содержат многие эмпирические исследования является тот факт, что во всем мире основным источником финансирования инвестиций фирм является не внешнее финансирование (в форме долга или выпуска акций), а нераспределенная прибыль. Что касается внешнего финансирования, то в большинстве стран основным его источником являются в первую очередь банковские кредиты, тогда как роль рынка ценных бумаг относительно невелика. Только для некоторых стран (прежде всего, это - Соединенные Штаты и Великобритания) характерно относительно большое значение фондового рынка как источника финансовых ресурсов для корпораций.

Формы привлечения средств тесно связаны с размером фирмы. Для небольших фирм, банковские кредиты - практически единственный способ получения внешнего финансирования. Привлечение средств через рынок ценных бумаг осуществляется в первую очередь крупнейшими корпорациями, хотя и для них роль этого источника относительно невелика по сравнению с внутренними ресурсами (нераспределенной прибылью).

Если рассматривать только развитые страны, то существенным различием между Северной Америкой и Великобританией с одной стороны, и континентальной Европой и Японией - с другой, является поведение фирм среднего размера. В первом случае фирмы средней величины, как правило, стремятся к выходу на фондовый рынок, добиваясь включения в листинг крупнейших бирж и возможности размещения облигаций и акций среди частных инвесторов. Случаи же выхода на фондовый рынок средних фирм континентальной Европы достаточно редки.

Доступ на фондовый рынок фирм небольшого и среднего размера связан со значительными издержками. Это, в первую очередь, не прямые затраты, связанные с включением в листинг биржи, а потери от недооценки акций при первичном размещении. Недооценка может достигать 10% от стоимости продаваемых акций - и с точки зрения эмитента это прямые потери, связанные с привлечением внешнего финансирования.

Финансирование посредством выпуска облигаций характерно только для крупнейших корпораций. Причем в Европе крупные фирмы стремятся размещать займы не на национальных рынках, а через эмиссию еврооблигаций, в первую очередь потому, что это связано с меньшими издержками. Но даже в этом случае, размеры эмиссии еврооблигаций относительно невелики по сравнению с банковским финансированием, обеспечиваемым, например, банковскими синдикатами для осуществления крупных инвестиционных проектов или операций поглощения.

### **Дивидендная политика**

По сравнению с выводами, которые предлагает экономическая теория, реальная политика корпораций в области размеров выплачиваемых дивидендов, является неожиданно жесткой. Фирмы, даже корректируя размеры дивидендов,

делают это постепенно. Для большинства крупных корпораций, снижение размеров дивидендов является крайне нежелательным, и наблюдается крайне редко, даже в случаях, когда к этому вынуждают объективные экономические причины. Кроме того, интересно, что на дивидендную политику практически не оказывают влияние даже налоговые стимулы. Фирмы крайне неохотно снижают размеры дивидендов, даже в случаях, когда это кажется экономически целесообразным в связи с изменениями налогов.

Интересно, что фактор налогообложения в реальности воздействует на решения фирм практически противоположно тому, что предсказывает теория. Например, в соответствии с теорией, фирмы Германии должны были бы выплачивать значительно большую часть прибыли в виде дивидендов по сравнению с фирмами Великобритании, так как налогообложение нераспределенной прибыли по сравнению с налогообложением дивидендов в Германии значительно выше. Тем не менее, доля дивидендов в общем размере прибыли в Великобритании приблизительно в два раза выше по сравнению с Германией.

### **Взаимосвязь теории и практики**

Выводы, которые позволяет сделать современная теория корпоративных финансов, не объясняют многих реальных явлений. В то время как, теория в большей части сосредоточена на вопросах выбора инструментов финансирования (упрощенно - акций или облигаций), на практике проблема состоит в выборе между банковским финансированием и привлечением средств через рынок ценных бумаг. Кроме того, финансовая теория очень мало говорит о проблемах временного горизонта: прежде всего о сравнительной оценке эффективности долгосрочного и краткосрочного финансирования. Теория не объясняет жесткости дивидендной политики фирм и ее независимости от налоговых стимулов.

Наконец, теория корпоративных финансов не может объяснить существенных различий в принципах функционирования финансовых рынков и способах привлечения средств корпорациями, которые наблюдаются в разных странах. Вопросы, на которые теория, основанная на постулатах Модильяни-Миллера, не дает удовлетворительного ответа, трудно сформулировать лучше, чем это сделано одним из известных специалистов в области корпоративных финансов Колином Майером:

«Почему нераспределенная прибыль, как источник финансирования, занимает столь господствующее положение, тогда как согласно теории, основным фактором, определяющим выбор между внешним и внутренним финансированием, являются налоги? Почему финансирование через рынок ценных бумаг столь незначительно? Почему фондовый рынок в одних развитых странах играет значительно менее важную роль, чем в других? Почему банковское финансирование в одних странах имеет гораздо большее значение по сравнению с другими? Почему выплата дивидендов в Великобритании существенно больше чем в Германии? Модильяни и Миллер не дают удовлетворительной основы для ответов на эти вопросы. Поэтому необходима разработка моделей, в которых предположения теории Модильяни-Миллера были бы существенно ослаблены».

Одним из наиболее существенных предположений теории Модильяни-Миллера является допущение о полной доступности информации для всех

участников экономических взаимоотношений. В реальности это не так. Очень часто, одна из сторон соглашения (например, между инвестором и заемщиком, собственником и управляющим, и т.п.) лучше информирована об условиях заключения и выполнения сделки, чем другая. Подобные ситуации в экономической теории описываются моделями с асимметричной информацией.

### **Асимметричная информация, корпоративное управление и стоимость фирмы**

Теория асимметричной информации является одним из наиболее важных достижений современной экономической науки за последние десятилетия. В основе теории асимметричной информации лежит тот факт, что одна из сторон экономических отношений часто информирована лучше, чем другая. Одна из наиболее часто встречающихся в реальной жизни ситуаций - модель взаимоотношений «заказчика» и «агента» - когда действия или характеристики одной из сторон соглашения (агента) скрыты от другой (заказчика). Проблема асимметричной информации присутствует во взаимоотношениях работодателя и работника, арендатора и собственника, страховой компании и ее клиентов, кредитора и заемщика, и т. п. В отношении деятельности корпорации, проблема взаимоотношений заказчика и агента возникает между собственниками (акционерами) и менеджментом фирмы, а также между собственниками и кредиторами.

Рассматриваемая ниже простая модель «заказчик-агент» позволяет сделать некоторые важные выводы относительно влияния асимметричной информации на решения о финансировании капитала фирм.

#### **Модель «заказчик-агент»**

Одна из общих постановок задачи «заказчик-агент» состоит в том, что одна сторона (заказчик, или принципал) договаривается с другой (агентом) о выполнении определенных действий в пользу заказчика, за которые агент получает вознаграждение. Выгоды заказчика зависят как от реальных действий и усилий агента, так и от случайных факторов. Задача заказчика - выбрать такие условия оплаты услуг агента, чтобы по возможности максимизировать собственные выгоды, и одновременно сделать соглашение привлекательным для агента. Асимметричная информация присутствует, если заказчик не может в полном объеме контролировать усилия агента. Если риск отсутствует, то есть результат зависит исключительно от усилий агента, фактор асимметричной информации не столь важен - заказчик может оценивать действия агента в зависимости от полученного результата. Но когда влияние случайных факторов существенно, возникает проблема перераспределения риска между агентом и принципалом.

Рассмотрим следующую постановку. Пусть в результате выполнения соглашения возможно наступление  $n$  исходов:  $i=1, \dots, n$ . Обозначим через  $\pi_i$  вероятность наступления  $i$ -го исхода, причем эта вероятность зависит от действий или характеристик агента, которые заказчик не может в достаточной степени контролировать:  $\pi_i(a)$ , где  $a$  обозначает решения или действия агента (в общем случае это вектор). Далее, пусть  $w_i$  обозначает выгоды агента при наступлении  $i$ -го

исхода (например, размер оплаты за выполнение работы),  $y_i$  - соответственно выгоды заказчика. Агент выбирает такой объем усилий, чтобы максимизировать собственный ожидаемый уровень благосостояния

$$\max_a \left\{ \sum_{i=1}^n \pi_i u_a(y_i, w_i) \right\}, \quad (10.10)$$

где  $u_a$  - функция полезности агента, которая положительно зависит от  $w$ , и отрицательно от  $a$ . Стремление агента максимизировать собственную полезность создает проблему, получившую в экономике название морального риска: агент как правило стремится к получению наибольших выгод при минимальных усилиях, и не заинтересован в том, чтобы принципал имел возможность контролировать его действия, или обладал достоверной информацией о свойствах агента.

Задача заказчика - определить такую систему оплаты  $w_i$ ,  $i=1, \dots, n$ , которая максимизировала бы его ожидаемую полезность

$$\max_{w_i} \left\{ \sum_{i=1}^n \pi_i u_p(y_i, w_i) \right\}, \quad (10.11)$$

и одновременно создавала достаточные стимулы для агента, чтобы тот вступил в предлагаемое соглашение, то есть должно выполняться условие

$$\sum_{i=1}^n \pi_i u_a(y_i, w_i) \geq \bar{u}_a, \quad (10.12)$$

где  $\bar{u}_a$  - минимально приемлемый для агента уровень ожидаемой полезности.

Альтернативная формулировка проблемы «заказчика-агента» строится в предположении, что вероятности возможных «состояний природы» фиксированы, но результат действий агента в каждом из возможных состояний влияет на выгоды, получаемые заказчиком

$$y = f(\theta),$$

где  $y$  - выгоды заказчика,  $\theta$  - «состояние природы» - случайная переменная (вектор). Например, если как и прежде предполагать дискретное распределение случайных параметров,  $\theta$  принимает значения  $\theta_1, \theta_2, \dots, \theta_n$  с вероятностями  $\pi_1, \pi_2, \dots, \pi_n$ .

Заказчик, не имея информации о состоянии природы, должен выбрать систему оплаты в зависимости от наблюдаемого им результата

$$w = \varphi(y),$$

и сделать это таким образом, чтобы максимизировать собственную ожидаемую полезность

$$\max \left\{ \sum_{i=1}^n \pi_i u(w, a, \theta) \right\}, \quad (10.13)$$

обеспечив достаточные стимулы для агента:

$$\sum_{i=1}^n \pi_i u_a(w, a) \geq \bar{u}_a. \quad (10.14)$$



Переменная  $\theta$  может обозначать как действие объективных случайных факторов, так и свойства (характеристики) агента. Если информация об этих свойствах заказчику недоступна, возникает проблема отрицательной селекции. Заказчик, не имея возможности получить информацию о свойствах агента и стремясь застраховать себя от неблагоприятного результата, устанавливает такие условия оплаты, которые не выгодны агентам с лучшими характеристиками. Если решение агента (в наших обозначениях -  $a$ ) состоит в выборе: принимать или не принимать соглашение, агенты с лучшими характеристиками будут автоматически отсеяны. Подобная ситуация может наблюдаться, например, на страховом рынке - когда условия страховки оказываются выгодны только для субъектов с высокой вероятностью наступления страхового случая. Аналогичная проблема возникает и во взаимоотношениях заемщиков и кредиторов: кредиторы, не имея возможность оценить рискованность предоставления кредита, завышают процентные ставки, что отсекает возможности получения средств для добросовестных заемщиков. Одним из способов решения этой проблемы являются сигналы - определенная объективная информация, предоставляемая агентом принципалу, которая прямо или косвенно свидетельствует о действительных свойствах агента. Можно привести очень много примеров сигналов, целью которых является разрешение проблемы асимметричной информации. Во взаимоотношениях работника и работодателя в качестве сигнала о деловых качествах могут рассматриваться документы о полученном образовании. Фирменные товарные знаки и специальная упаковка являются сигналами покупателям о качестве товаров. Результаты аудиторских проверок компаний независимыми аудиторами являются сигналом о качестве фирмы как заемщика.

Заказчики, заинтересованные в минимизации потерь, связанных с асимметричной информацией, также прибегают к действиям (называемым мониторингом), позволяющим идентифицировать свойства агентов. В конечном счете успех решения проблемы асимметричной информации во многом зависит от издержек, которые необходимо понести на формирование соответствующих сигналов и проведение мониторинга. Там, где эти издержки невелики, существенные потери эффективности отсутствуют. Тем не менее, анализ моделей типа (10.11)-(10.12) и (10.13)-(10.14) свидетельствует о том, что положение равновесия в ситуациях с асимметричной информацией в общем случае не является экономически эффективным.

### **Проблемы агентских отношений в корпоративных финансах**

Анализ отношений в сфере корпоративных финансов с точки зрения теории асимметричной информации существенно корректирует выводы, полученные на основании более традиционных подходов.

Асимметричная информация может оказывать значительное влияние на решения кредиторов и собственников фирмы. Если информация о действиях фирмы не полностью доступна кредиторам, это может породить проблему морального ущерба, когда собственники заинтересованы в действиях, противоречащих интересам кредиторов - например, в снижении стоимости активов корпорации (через выплату дивидендов или выкуп компанией своих акций), что снижает размеры компенсации кредиторам в случае финансовой несостоятельности. Так как собственники обладают остаточными требованиями на активы корпорации и,

соответственно, не получают ничего в случае банкротства, они не заинтересованы в обеспечении адекватности стоимости активов существующему объему долговых обязательств. С другой стороны, собственники могут быть не заинтересованы в реализации прибыльных, но рискованных инвестиционных проектов, так как в случае неудачи (банкротства), они, как обладатели остаточных требований, оказываются в проигрыше.

Кредиторы, сталкиваясь с риском, порожденным асимметричной информацией, могут стремиться повышать стоимость заимствований (процентную ставку), но это только усложняет проблему. Завышенная процентная ставка способствует возникновению отрицательной селекции, когда добросовестные заемщики, осуществляющие нерискованные и относительно низкодоходные проекты, вынуждены покинуть рынок. Следствием может явиться невозможность достижения состояния равновесия на финансовом рынке.

На практике существует несколько путей решения проблем взаимоотношений собственников и кредиторов, связанных с асимметричной информацией. Первый, наиболее очевидный: обеспечение займа залогом - определенным реальным или финансовым активом (набором активов), который в соответствии кредитным соглашением переходит в собственность кредитора в случае неспособности выполнения заемщиком своих обязательств по долгу. Другой путь - установление законодательных или определяемых кредитными соглашениями (условиями выпуска облигаций) ограничений на действия, которые может осуществлять заемщик. Смысл ограничений - в недопущении нанесения ущерба кредиторам. Примером могут быть прямые количественные ограничения на выплату дивидендов, приобретение корпорацией собственных акций, осуществление операций слияния и поглощения, и другие действия, которые снижают стоимость возможной компенсации, получаемой кредиторами в случае банкротства.

Перечисленные подходы не могут полностью избавить от потерь эффективности, связанных с асимметричной информацией. Одним из методов решения проблемы являются сигналы, формируемые фирмами для информирования инвесторов о качестве корпорации как объекта для инвестирования. Новое размещение ценных бумаг (акций или облигаций) часто может рассматриваться как негативный сигнал, свидетельствующий о недостаточности внутренних источников финансирования или о рискованности новых проектов, что, в свою очередь, повышает издержки по финансированию, так как инвесторы, предполагая рискованность вложений, требуют большей доходности. Это может служить одним из объяснений преимущественному использованию фирмами внутренних источников (нераспределенной прибыли) для создания нового капитала.

Негативным сигналом для инвесторов могут служить колебания в размерах дивидендов. Поэтому фирмы, даже в ситуациях когда это экономически невыгодно, стремятся поддерживать размеры выплачиваемых дивидендов на постоянном уровне, сигнализируя тем самым об устойчивости положения корпорации. Фирмы с неустойчивым финансовым положением и нестабильным или недостаточным размером прибыли не имеют возможности поддерживать размер дивидендов на постоянном уровне. Таким образом, дивиденды в глазах инвесторов являются важнейшим признаком качества корпорации.

Теория асимметричной информации объясняют многие наблюдаемые в действительности явления, характеризующие деятельность корпораций. Тем не менее, один из важных вопросов, который данный подход объяснить не может, состоит в различиях между странами в степени важности для корпораций банковских источников финансирования и привлечения средств через рынок ценных бумаг. Важная роль банков в обеспечении финансирования производства объясняется тем, что, во-первых, объединяя средства клиентов, банк имеет возможность диверсификации риска, обеспечивая тем самым надежность выполнения своих обязательств перед клиентами. Во-вторых, специфические функции, выполняемые банком (например, проведение операций по счету фирмы), дают ему преимущества по сравнению с другими инвесторами в контроле за деятельностью корпорации. Но это, тем не менее, не объясняет существенных различий (наблюдающегося, скажем, между континентальной Европой и Северной Америкой) в степени относительной важности банковского сектора и фондового рынка. Как правило, эти различия связывают с исторически сложившимися особенностями организации системы управления корпорациями.

### **Корпоративное управление:**

#### **англо-американская и континентальная модели**

Ключевым фактором, объясняющим существенные международные различия в системе функционирования финансовых рынков является структура собственности. Соединенные Штаты и Великобританию отличает значительная степень распределения собственности корпораций среди большого количества акционеров - частных лиц или институциональных инвесторов, а концентрация значительных пакетов акций у одного инвестора не характерна для большинства как крупных, так и средних компаний. Напротив, в Германии и других государствах континентальной Европы, а также в Японии, собственность корпораций сосредоточена, как правило, в руках небольшого числа владельцев крупных пакетов акций. Различия в структуре собственности послужили основой для развития во многом не сходных между собой систем организации корпоративного управления и обеспечения эффективности.

### **Внешнее управление и поглощения**

Англо-американскую систему называют еще внешней системой корпоративного управления. Распределенность собственности среди множества инвесторов является причиной того, что основным механизмом, обеспечивающим эффективность функционирования фирм, являются поглощения - операции смены собственников, сопровождающиеся, как правило, заменой административного персонала и организационной перестройкой фирмы. Целью поглощений является достижение большего уровня эффективности работы как приобретаемой фирмы, так и фирмы-покупателя. Поглощения - инструмент контроля за эффективностью, основой которого является развитый фондовый рынок. Предельно упрощая, этот механизм можно описать следующим образом: неэффективный менеджмент приводит к падению рыночной стоимости (курса акций) компании, что, в свою очередь, приводит к так называемому «враждебному поглощению» - скупке акций, смене собственников и управленческого персонала. Справедливости ради

необходимо сказать, что объектом поглощений могут быть и успешные компании - целью может являться, например, устранение конкуренции. Но в последнем случае существует препятствие - значительные издержки по приобретению успешно развивающейся компании, связанные с высокой стоимостью ее акций на фондовом рынке.

Влиянию поглощений на эффективность посвящено множество исследований. Преимуществом здесь является чисто рыночный механизм поддержания эффективности, обеспечиваемый развитым фондовым рынком. К положительным сторонам англо-американской системы в целом относят также выгоды от диверсификации риска среди инвесторов, стимулирующие инновационную деятельность и способствующую повышению эффективности распределения инвестиций в экономике.

К недостаткам относят потери, которыми неизбежно сопровождается любое поглощение: разрушение установленных связей с поставщиками и потребителями, ущемление интересов экономических агентов, чья деятельность была связана с поглощаемой компанией - рабочих, управляющих, тех же фирм-поставщиков сырья и комплектующих, и т.д.

### **Система внутреннего контроля**

Концентрация собственности в руках небольшого количества владельцев крупных пакетов акций является основой системы внутреннего корпоративного контроля, когда управление корпораций осуществляется или непосредственно контролируется основными акционерами. Следствием является относительно незначительная роль фондового рынка, на котором представлены преимущественно крупнейшие компании, и редкость операций поглощения. Для континентальной модели характерна чрезвычайно большая роль банков в обеспечении контроля за эффективностью и проведении реструктуризации компаний, когда последняя вызвана соображениями повышения эффективности и конкурентоспособности. В отличие от англо-американской модели, где неэффективное управление корректируется через механизм поглощений, концентрация собственности позволяет осуществлять непосредственное участие собственников и банковского сектора в реструктуризации.

Какая из моделей - континентальная или англо-американская функционирует более эффективно? Это вопрос является предметом многолетних дискуссий ученых и практиков. В целом, развитие мировых фондовых рынков на протяжении последних лет свидетельствует о продолжающемся сближении некогда столь различных систем. В пользу этого говорит, например, все возрастающая роль фондового рынка в странах континентальной Европы. С другой стороны, в Соединенных Штатах наблюдатели отмечают рост концентрации собственности в руках крупнейших институциональных инвесторов, что объективно приводит к внедрению многих элементов внутреннего контроля.

Подводя итог, скажем, что теория корпоративных финансов - один из наиболее интенсивно развивающихся разделов экономической науки, затрагивающий ключевые вопросы функционирования рыночной системы, и множество проблем здесь еще ждут своего решения.

## Выводы

1. Корпорация - господствующая в странах с рыночной экономикой и одна из наиболее эффективных форм организации бизнеса. Основные ее преимущества - возможность объединения средств многих инвесторов и принцип ограниченной ответственности, согласно которому владельцы (акционеры) несут ответственность по обязательствам корпорации только в пределах инвестированных ими средств.
2. Существует две основных формы финансирования капитала корпорации - использование собственных средств акционеров (собственный капитал) и заимствование (выпуск долговых обязательств). Согласно традиционным взглядам, долг дешевле собственных средств вследствие фактора налогообложения прибыли и большей рискованности инвестиций в акции. Однако увеличение финансового ливериджа (долга в процентах к собственному капиталу) увеличивает риск финансовой несостоятельности (банкротства), и в конечном счете приводит к увеличению издержек заимствования. Таким образом, традиционная теория предполагает существование оптимальной (минимизирующей издержки) структуры капитала.
3. В соответствии с традиционной теорией корпоративных финансов, стоимость акций корпорации - это суммарная дисконтированная стоимость обеспечиваемых этими акциями доходов (дивидендов). Таким образом, увеличение размера дивидендов должно увеличивать стоимость корпорации.
4. Теория Модильяни-Миллера рассматривает вопросы стоимости корпорации и издержек по финансированию капитала с точки зрения равновесия на финансовом рынке в целом. Согласно теореме о независимости Модильяни-Миллера средневзвешенные издержки капитала и стоимость корпорации не зависят от структуры капитала (финансового ливериджа), а размер дивидендов не оказывает влияние на стоимость корпорации.
5. Как традиционная теория корпоративных финансов, так и теория Модильяни-Миллера не объясняют многих явлений в сфере корпоративных финансов и корпоративного управления, которые наблюдаются в реальном мире. В частности, согласно эмпирическим исследованиям, основным источником финансирования капитала корпораций являются не внешние источники, а нераспределенная прибыль, роль рынка капиталов как источника средств для корпораций значительна только в некоторых странах (прежде всего - Соединенных Штатах и Великобритании), а основным источником внешнего финансирования в большинстве стран является банковская система. Кроме того, дивидендная политика фирм как правило не является гибкой и не реагирует на налоговые и общеэкономические изменения.
6. Одним из основных подходов, объясняющих многие несоответствия теории и практики корпоративных финансов, является теория

асимметричной информации. Асимметричная информация и различные формы агентских отношений типичны для финансового рынка: они присутствуют во взаимоотношениях заемщиков и кредиторов, собственников и управляющих, акционеров и заимодавцев. В частности, наличием асимметричной информации может быть объяснена жесткость дивидендной политики и незначительная роль внешних источников финансирования, так как снижение размера дивидендов, равно как и эмиссия ценных бумаг может рассматриваться как негативный сигнал относительно финансового состояния фирмы.

7. Ключевым фактором, объясняющим существующие между странами различия в способах финансирования капитала и системе корпоративного управления, является структура собственности. Для англо-американской модели характерна значительная степень распределения акций среди множества мелких инвесторов, что объясняет большую роль фондового рынка. Англо-американскую модель называют внешней системой корпоративного управления, а основным средством обеспечения эффективности здесь являются поглощения. Континентальная модель основана на концентрации собственности и внутреннем контроле за эффективностью, роль фондового рынка по сравнению с банковским финансированием незначительна.

#### **Ключевые понятия**

Корпоративная форма

Издержки создания капитала

Структура капитала

Собственный капитал

Финансовый ливеридж

Средневзвешенные издержки капитала

Теоремы Модильяни-Миллера о независимости

Дивиденды

Модель «заказчик-агент»

Континентальная и англо-американская системы корпоративного управления