

# Теория корпоративных финансов:

## Исторический обзор

Майкл К. Дженсен

Гарвардская школа бизнеса

[MJensen@hbs.edu](mailto:MJensen@hbs.edu)

и

Клиффорд У. Смит

Университет Рочестера

[Smith@simon.rochester.edu](mailto:Smith@simon.rochester.edu)

### Абстрактный

Наша цель состоит в том, чтобы дать обзор развития современной теории корпоративных финансов. В начале 1950-х годов финансовая литература по большей части состояла из специальных теорий. Дьюинг (1919; 1953), главный учебник по корпоративным финансам для целого поколения, содержит много институциональных деталей, но мало систематического анализа. Она начинается с рождения корпорации и следует

за ней через различные политические решения вплоть до ее смерти (банкротства). Корпоративная финансовая теория до

1950-х годов была полна логических несоответствий и была почти полностью предписывающей, то есть нормативно ориентированной. Основными проблемами в этой области были оптимальные инвестиционные, финансовые и дивидендные политики, но мало внимания уделялось влиянию на эту политику индивидуальных стимулов или природе равновесия на финансовых рынках.

Логическая структура процесса принятия решений подразумевает, что лучшие ответы на нормативные вопросы

, скорее всего, будут получены, когда лицо, принимающее решения, располагает более богатым набором позитивных теорий, которые обеспечивают

лучшее понимание последствий его или ее выбора. Эта важная связь между

нормативными и позитивными теориями часто остается незамеченной. Целенаправленные решения не могут быть приняты

без явного или неявного использования позитивных теорий. Вы не можете решить, какие действия предпринять, и

ожидать достижения своей цели, если у вас нет представления о том, как альтернативные действия влияют на желаемый

результат — а именно это подразумевается под позитивной теорией.<sup>1</sup> Например, чтобы выбрать одну из альтернативных финансовых структур, менеджер хочет знать, как выбор влияет на ожидаемые чистые денежные потоки, их рискованность и, следовательно, как они влияют на стоимость фирмы. Использование неверных позитивных теорий

приводит к решениям, которые приводят к неожиданным и нежелательным результатам. Обзор развития теории корпоративных финансов мы начинаем в разделе 2 с краткого изложения основных теоретических составляющих финансовой экономики. Основные области корпоративной финансовой политики — бюджетирование капитала, структура капитала и дивидендная политика - обсуждаются в разделах 3-5

Перепечатано с разрешения: *The Modern Theory of Corporate Finance*, Майкла К. Дженсена и Клиффорд У. Смит-младший, Редакторы, (Нью-Йорк: McGraw-Hill Inc., 1984) стр. 2-20.

© Майкл К. Дженсен и Клиффорд В. Смит, 1984

Этот документ доступен в

электронной библиотеке Исследовательской сети социальных наук (SSRN) по адресу::

<http://papers.ssrn.com/abstract=244161>

\* Профессор и директор Исследовательского центра экономики управления; и доцент Высшей школы менеджмента Университета Рочестера, соответственно. Мы признательны Гарри Деанджело, Линде Деанджело, Хелен Грив, Шломо Калишу, Джону Лонгу, Дэвиду Майерсу, Чарльзу Плоссеру, Ричарду Рубаку, Дж

. Уильяму Шверту, Рене Шульцу, Ли Уэйкману, Джеролду Уорнеру, Россу Уоттсу и Джеролду Циммерману за

комментарии и предложения.

## Теория корпоративных финансов:

### Исторический обзор

Майкл К. Дженсен\*

Гарвардская школа бизнеса

[MJensen@hbs.edu](mailto:MJensen@hbs.edu)

и

Клиффорд У. Смит\*

Университет Рочестера

[Smith@simon.rochester.edu](mailto:Smith@simon.rochester.edu)

#### 1. Введение

Наша цель состоит в том, чтобы дать обзор развития современной теории корпоративных финансов. В начале 1950-х годов финансовая литература по большей части состояла из

специальных теорий. Дьюинг (1953), главный учебник по корпоративным финансам для целого поколения,

содержит много институциональных деталей, но мало систематического анализа. Она начинается с рождения

корпорации и следует за ней через различные политические решения вплоть до ее смерти (банкротства).

Корпоративная финансовая теория до 1950-х годов была полна логических несоответствий и была почти полностью предписывающей, то есть нормативно ориентированной. Основными проблемами в этой

области были оптимальные инвестиционные, финансовые и дивидендные политики, но мало внимания

уделялось влиянию на эту политику индивидуальных стимулов или природе равновесия на финансовых рынках.

Неразвитое состояние теории корпоративных финансов также характеризовало теорию финансовых рынков в конце 1950-х годов. Портфельная теория не была разработана, и Дженсен и Смит

2

1984

ценообразование и другие последствия равновесия на финансовых рынках в значительной степени игнорировались.

Ведущая книга по анализу ценных бумаг Грэма и Додда (1951) была посвящена “выбору победителей” путем оценки акций на основе анализа активов фирмы, прибыли, дивидендов и так далее. Мало внимания уделялось таким вопросам, как то, как эти победители

формируются в портфели, или как такой анализ может быть неизменно успешным, учитывая широко распространенную конкуренцию среди инвесторов за недооцененные ценные бумаги.

В 1950-х годах начали происходить фундаментальные изменения в финансах.

Традиционные для экономики аналитические методы и приемы начали применяться к финансовым проблемам, и в результате произошли значительные преобразования. Эта эволюция

сопровождалась смещением акцента в литературе с нормативных вопросов, таких как

“Какой должна быть инвестиционная, финансовая или дивидендная политика?” к позитивным теориям, затрагивающим такие вопросы, как “каково влияние альтернативных инвестиций, финансирования или дивидендной политики на стоимость фирмы?” Это смещение акцента в исследованиях было необходимо для обеспечения научной основы для формирования и анализа решений корпоративной политики. Логическая структура процесса принятия решений подразумевает, что лучшие ответы на нормативные вопросы, скорее всего, возникнут, когда лицо, принимающее решения, располагает более богатым набором позитивных теорий, которые обеспечивают лучшее понимание последствий его или ее выбора. Эта важная связь между нормативными и позитивными теориями часто остается незамеченной. Целенаправленные решения не могут быть приняты без явного или неявного использования позитивных теорий. Вы не можете решить, какие действия предпринять, и ожидать достижения своей цели, если у вас нет представления о том, как альтернативные действия влияют на желаемый результат — а именно это подразумевается под позитивной теорией.

1

Например, чтобы выбрать одну из альтернативных финансовых структур, менеджер хочет знать, как выбор влияет на ожидаемые чистые денежные потоки, их

1

Дженсен (1983) предлагает расширенное обсуждение этих и других методологических вопросов.

Дженсен и Смит

3

1984

рискованность и, следовательно, то, как они влияют на стоимость фирмы. Использование неверных позитивных теорий приводит

к решениям, которые приводят к неожиданным и нежелательным результатам.

Рассматривая развитие теории корпоративных финансов, мы начинаем с

Раздел 2 с кратким изложением основных теоретических строительных блоков финансовой экономики. Основные области корпоративной финансовой политики — бюджетирование капитала

, структура капитала и дивидендная политика - обсуждаются в разделах 3-5.

## **2. Фундаментальные строительные блоки**

За годы, прошедшие с 1950 года, были сформулированы основные строительные блоки современной теории финансовой экономики:

*Теория эффективного рынка*— анализ равновесного поведения изменений цен во времени на спекулятивных рынках.

*Портфельная теория*— анализ оптимальных процедур выбора ценных бумаг для всего портфеля ценных бумаг инвестора.

*Теория ценообразования капитальных активов*— анализ факторов, определяющих цены

активов в

условиях неопределенности.

*Теория ценообразования опционов*— анализ факторов, определяющих цены условных требований, таких как опционы на покупку и корпоративные облигации.

*Агентская теория*—анализ контроля конфликтов стимулов в договорных отношениях.

Развитие совокупности теорий, посвященных этим вопросам, развивалось с течением времени примерно в таком порядке. Здесь мы кратко суммируем их, уделяя особое внимание аспектам

, имеющим центральное значение для корпоративной финансовой политики.

### *2.1 Теория эффективного рынка*

Гипотеза эффективного рынка гласит, что рынок эффективен, если невозможно получить экономическую прибыль, торгуя доступной информацией. Документы Коулза (1933)

Дженсен и Смит

4

1984

неспособность сорока пяти профессиональных агентств прогнозировать изменения цен на акции. Другие

ранние работы статистиков в этой области, такие как Working (1934), Kendall (1953) и Osborne (1959; 1962), документируют, что цены на акции и товары ведут себя как случайное блуждание, то есть изменения цен на акции ведут себя так, как если бы они были независимыми случайными колебаниями.

Это означает, что нельзя ожидать, что технические торговые правила, основанные на информации из прошлых ценовых рядов

, принесут прибыль выше нормы.

Самуэльсон (1965) и Мандельброт (1966) предоставляют современное теоретическое обоснование гипотезы эффективных рынков о том, что неожиданные изменения цен на спекулятивном рынке должны вести себя как независимые случайные колебания, если рынок конкурентный, а экономическая прибыль от торговли равна нулю.

2

Они утверждают, что неожиданные изменения цен отражают новую информацию. Поскольку новая информация по определению - это информация, которая

не может быть выведена из предыдущей информации, новая информация должна быть независимой с течением

времени. Следовательно, неожиданные изменения цены ценной бумаги должны быть независимыми во времени, если

ожидаемая экономическая прибыль должна быть равна нулю. В экономической литературе эта гипотеза

была независимо разработана Муттом (1961). Названная гипотезой рациональных ожиданий, она оказала огромное влияние на макроэкономический анализ.

Гипотеза эффективных рынков, пожалуй, является наиболее тщательно проверенной гипотезой

во всех социальных науках. Важным фактором, приведшим к получению значительного объема эмпирических

данных в поддержку этой гипотезы, являются данные, предоставленные учреждением Центра исследований цен на ценные бумаги (CRSP), спонсируемого Merrill Lynch при Чикагском университете

. Центр создал точные компьютерные файлы ежемесячных цен закрытия, дивидендов и изменений капитала для всех акций на Нью-Йоркской фондовой бирже с 1926 года и ежедневных цен закрытия всех акций на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах с 1962 года [Лори и Фишер (Lorie and Fisher, 1964) описывают основные данные и их структуру.] В соответствии с

2

Вероятно, первым, кто охарактеризовал ценообразование на рынках ценных бумаг как эффективное, был Башелье (1984). Хотя он предвосхитил гипотезу эффективных рынков и разработал модели, описывающие ценообразование опционов и распределение изменений цен, его работа оставалась в основном незамеченной более пятидесяти лет.

Дженсен и Смит

5

1984

гипотеза эффективных рынков, подробные эмпирические исследования цен на акции показывают

, что трудно получить сверхнормативную прибыль, торгуя на общедоступных данных, потому что в них

уже заложены цены ненадежности. Fama (1970; 1976) приводит обзоры

фактических данных. Однако доказательства не являются полностью односторонними; см., например, Jensen

(1978), Который приводит обзор некоторых аномалий.

Если рынки капитала эффективны, то рыночная стоимость фирмы отражает текущую стоимость ожидаемых будущих чистых денежных потоков фирмы, включая денежные потоки от

будущих инвестиционных возможностей. Таким образом, гипотеза эффективных рынков имеет несколько

важных последствий для корпоративных финансов. Во-первых, нет никакой двусмысленности в отношении

целевой функции фирмы: менеджеры должны максимизировать текущую рыночную стоимость фирмы.

3

Следовательно, руководству не нужно выбирать между максимизацией текущей стоимости фирмы

или ее будущей стоимости, и у руководства нет причин иметь

слишком короткий временной горизонт. Во-вторых, нет никакой выгоды в манипулировании прибылью на акцию. Управленческие

решения, которые увеличивают прибыль, но не влияют на денежные потоки, представляют собой напрасную трату усилий.

В-третьих, если новые ценные бумаги выпускаются по рыночным ценам, которые отражают объективную оценку

будущих выплат, то опасения по поводу размывания или распределения проектов с

положительной чистой приведенной стоимостью с новыми владельцами ценных бумаг устраняются. В-четвертых, доходность ценных бумаг является значимым показателем эффективности работы фирмы. Это позволяет ученым использовать доходность ценных бумаг для оценки влияния различных корпоративных политик и событий на рыночную стоимость корпорации. Начиная с проведенного Фамой, Фишером, Дженсенем и Роллом (1969) анализа влияния дробления акций на стоимость акций фирмы, это эмпирическое исследование дало богатый массив доказательств, дополняющих позитивные теории в области корпоративных финансов. Мы упоминаем некоторые из основных недавних вкладов в каждую из широких областей политики, обсуждаемых в разделах 3-5 ниже.

3

Для того, чтобы держатели ценных бумаг отдавали предпочтение максимизации стоимости, также требуется, чтобы инвестиционные и финансовые решения фирмы влияли на возможности потребления держателей ценных бумаг только через изменение благосостояния.

Дженсен и Смит

6

1984

## 2.2 Портфельная теория

До Марковица (1952; 1959) выбору портфолио уделялось мало внимания.

Анализ ценных бумаг был сосредоточен на выборе недооцененных ценных бумаг; портфель обычно

рассматривался как просто совокупность этих ценных бумаг. Марковиц указывает, что если риск является

нежелательным атрибутом для инвесторов, простое накопление прогнозируемых “победителей” является плохой

процедурой выбора портфеля, поскольку она игнорирует влияние диверсификации портфеля на

риск. Он анализирует нормативный вопрос портфеля: как выбрать портфели, которые максимизируют

ожидаемую полезность инвесторов в условиях, когда инвесторы выбирают между портфелями на основе ожидаемой доходности портфеля и риска портфеля, измеряемого дисперсией доходности портфеля. Он определяет эффективный набор портфелей как те, которые

обеспечивают как максимальную ожидаемую доходность при заданной дисперсии, так и минимальную дисперсию при

заданной ожидаемой доходности. Его анализ средней дисперсии обеспечивает формальное содержание

значения диверсификации, меры вклада ковариации доходности

ценных бумаг в рискованность портфеля, а также правил построения

эффективного портфеля. Портфельная теория подразумевает, что фирма должна оценивать проекты так

же, как инвесторы оценивают ценные бумаги. Например, нет никаких поощрений или

штрафов как таковых, связанных с корпоративной диверсификацией. (Конечно, диверсификация может повлиять на стоимость, повлияв на ожидаемые издержки банкротства и, следовательно, на чистые денежные потоки.)

### 2.3 Теория ценообразования капитальных активов

Трейнор (1961), Шарп (1964) и Линтнер (1965) применяют нормативный анализ Марковица для создания позитивной теории определения цен активов. Учитывая спрос инвесторов на ценные бумаги, подразумеваемый моделью выбора портфеля со средней дисперсией Марковица

, и предполагая фиксированные запасы активов, они решают для равновесных цен на ценные бумаги в мире с одним периодом и без налогов.

Хотя общий риск измеряется дисперсией доходности портфеля, Трейнор, Шарп и Линтнер демонстрируют, что в равновесии индивидуальная ценная бумага оценивается в

Дженсен и Смит

7

1984

отражает его вклад в общий риск, который измеряется ковариацией его доходности с доходностью рыночного портфеля всех активов. Этот показатель риска обычно называют “систематическим” риском активов. Простейшая форма модели ценообразования капитальных активов

дает следующее выражение для равновесной ожидаемой доходности,

†

$E R$

$j$

( )

, на активе  $j$ :

†

$E R$

$j$

( )

$= R$

$F$

$+ E R$

$M$

(

)

$- R$

$F$

[

]

$b$

$j$

, где

†

$R_f$  -

безрисковая

процентная ставка;

†

$E R$

$m$

(

)

- ожидаемая доходность рыночного портфеля всех активов; и

†

$b_j = \text{cov}$

$r_j, R_m$  (

)

$S^2_{r_m}$  (

)

, ковариация между доходностью актива  $j$

и рыночной доходностью, деленная на дисперсию рыночной доходности, является мерой системного риска актива  $j$ . Таким образом, теория ценообразования активов определяет альтернативные издержки

капитала для принятия фирмой решений по составлению бюджета капитала. Много исследований было посвящено

расширения и эмпирические тесты модели. Дженсен (1972) приводит обзор большей части литературы, Ролл (1977) критикует тесты модели ценообразования основных средств, а Шверт (1983) приводит обзор связанных с размером отклонений средней доходности от тех, которые предсказываются моделью ценообразования основных средств.

4

#### 2.4 Теория ценообразования опционов

Модель ценообразования основных средств обеспечивает позитивную теорию для определения

ожидаемой доходности и, таким образом, связывает сегодняшнюю цену активов с ожидаемыми будущими выплатами. Кроме

того, многие важные проблемы корпоративной политики требуют знания оценки активов, которые, как и опционы "колл", имеют выплаты, зависящие от стоимости другого актива. Блэк и Скоулз (1973) дают ключ к этой проблеме в своем решении

проблемы оценки опциона колл. Американский колл-опцион дает держателю право купить акцию по определенной цене исполнения в любое время до указанной даты исполнения. Они отмечают

4

Альтернативные модели оценки, такие как модель арбитражного ценообразования, предложенная Россом (1976), или

модель ценообразования активов, основанная на потреблении, предложенная Бриденом (1979), могут в конечном итоге привести к лучшему

пониманию структуры цен на ценные бумаги и преодолеть ограничения модели ценообразования капитальных активов

. Однако на данный момент каждая из этих моделей подразумевает, что ожидаемая доходность связана с вкладом ценной бумаги в определенную меру общего риска.

Дженсен и Смит

8

1984

что безрисковая позиция может поддерживаться путем хеджирования между опционом и его акциями

, когда хеджирование может непрерывно корректироваться с течением времени. Чтобы

избежать возможности получения безрисковой арбитражной прибыли, доходность хеджирования должна равняться рыночной безрисковой ставке; это условие дает выражение для равновесной цены колла. Блэк / Скоулз отмечают, что если распределение денежных потоков фирмы фиксировано, анализ ценообразования опционов может быть использован для оценки других условных требований, таких как собственный капитал и долг фирмы с леввереджем. С этой точки зрения собственный капитал заемной фирмы представляет собой опцион "колл" на общую стоимость активов фирмы с ценой исполнения, равной номинальной стоимости долга, и датой истечения срока, равной дате погашения долга. Анализ Блэка/Шоулза дает модель оценки собственного капитала и долга фирмы. Увеличение стоимости активов фирмы увеличивает ожидаемые выплаты в собственный капитал и увеличивает покрытие долга, увеличивая текущую стоимость того и другого. Увеличение номинальной стоимости долга увеличивает требования должника к активам фирмы, тем самым увеличивая стоимость долга, и, поскольку акционеры являются остаточными заявителями требований, снижает текущую стоимость собственного капитала; увеличение времени до погашения долга или безрисковой ставки снижает текущую стоимость долга и увеличивает рыночную стоимость собственного капитала. Увеличение коэффициента отклонения или времени до погашения увеличивает разброс возможных значений фирмы на дату погашения долга. Поскольку держатели долга имеют максимальный платеж, который они могут получить, увеличение дисперсии увеличивает вероятность дефолта, снижая стоимость долга и увеличивая стоимость собственного капитала. Обзор этой литературы см. в разделе Смит (1976; 1979) и Кокс и Росс (1976).

### 2.5 Агентская теория

В узком смысле агентские отношения - это контракт, в котором одно или несколько лиц [принципал (ы)] нанимают другое лицо [агента] для выполнения некоторой услуги от их имени, что предполагает делегирование некоторых полномочий по принятию решений.

Спенс и

Зекхаузер (1971) и Росс (1973) проводят ранний формальный анализ проблем

Дженсен и Смит

9

1984

, связанный со структурированием вознаграждения агента для приведения его или ее стимулов

в соответствие с интересами принципала. Дженсен и Меклинг (1976) утверждают, что агентские

проблемы, возникающие из-за конфликтов интересов, являются общими практически для всей совместной

деятельности между корыстолюбивыми индивидами, независимо от того, происходит ли это иерархическим

образом, предложенным аналогией принципала-агентства.

Дженсен и Меклинг определяют агентские издержки как сумму затрат на структурирование контрактов (официальных и неофициальных): расходы на мониторинг со стороны принципала, расходы на связь со стороны агента и остаточные убытки. Остаточный убыток - это альтернативные издержки, связанные с изменением реальной деятельности, которое происходит из-за того, что не окупается безупречное исполнение всех контрактов. Они утверждают, что стороны контрактов делают рациональные прогнозы действий, которые должны быть выполнены, и структурируют контракты для облегчения этих действий. На момент заключения контрактов действия, мотивированные стимулами, установленными в контрактах, ожидаются и отражаются в ценах и условиях контрактов. Следовательно, агентские издержки, связанные с любыми отношениями, несут стороны договорных отношений. Это означает, что некоторые люди) всегда могут извлечь выгоду, разработав более эффективные способы их сокращения. Дженсен и Меклинг используют агентскую структуру для анализа разрешения конфликтов интересов между акционерами, менеджерами и держателями облигаций фирмы. Разработка теории оптимальной контрактной структуры в фирме предполагает построение общей теории организаций. Дженсен (1983) обрисовывает в общих чертах роль теории агентства в таких усилиях. Фама (1980) и Фама и Дженсен (1983а; 1983b) проанализируйте характер остаточных требований и разделение управления и ответственности за риски в корпорации и в других организационных формах. Они предлагают теорию, основанную на компромиссах разделения рисков и других преимуществ корпоративной формы с ее агентскими издержками, чтобы объяснить выживание корпоративной формы в крупномасштабных, сложных нефинансовых видах деятельности. Они также объясняют выживание собственников, партнерств, совместных предприятий и некоммерческих организаций в других видах деятельности. Поскольку основной отличительной чертой среди этих

Дженсен и Смит  
10  
1984

организационные формы является ли характер их остаточных или акционерных требований, в этой работе рассматривается вопрос: какой тип акционерного требования должна выдавать организация? Этот вопрос является естественным предшественником вопроса об оптимальном соотношении долга и собственного капитала — вопроса о структуре капитала, — который уже давно обсуждается в сфере финансов. Одним из факторов, способствующих выживанию корпорации, являются ограничения

, налагаемые на инвестиционные, финансовые и дивидендные решения менеджеров тем, что Манн (1965) называет рынок корпоративным контролем. Дженсен и Рубак (1983) утверждают, что этот рынок является арендой, на которой альтернативные управленческие команды конкурируют за права на управление корпоративными ресурсами, при этом акционеры играют относительно пассивную роль, принимая или отклоняя конкурирующие предложения о поглощении. За последние десять лет было проведено тщательное изучение влияния на курс акций, связанного с поглощениями корпораций посредством слияний, тендерных предложений и доверенных лиц. Фактические данные указывают на то, что успешные тендерные предложения приводят примерно к 30-процентной аномальной динамике цен акций целевых фирм и 4-процентной аномальной динамике цен акций компаний, участвующих в торгах, в то время как для слияний цифры составляют 20 и 4 процента. Дженсен / Рубак представляют обзор этой литературы.

### **3. Решения по составлению бюджета капитальных вложений**

В своей книге 1951 года *"Бюджетирование капитала"* Дин рекомендует фирме принимать инвестиционные решения, ориентируясь на рынки капитала для определения стоимости капитала фирмы, принимая каждый проект с внутренней нормой доходности, превышающей эту рыночную стоимость капитала. (Внутренняя норма доходности - это ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость чистых денежных потоков равна нулю). Впоследствии Лори и Сэвидж (1955) и Хиршлейфер (1958) опираются на более ранний анализ Фишера (1907; 1930) и Лутца и Лутца (1951) для анализа недостатков критерия принятия решений по внутренней норме доходности (например, он может давать решения, которые не являются уникальными, и он не может правильно учитывать для непостоянной структуры процентных ставок в краткосрочной перспективе). Они предлагают критерий чистой приведенной стоимости для инвестиций

Дженсен и Смит

11

решения 1984

года как решение проблемы. Правило чистой приведенной стоимости предписывает менеджеру дисконтировать денежные потоки проекта по рыночной стоимости капитала и принимать все проекты с положительной дисконтированной стоимостью. Анализ инвестиционных решений фирмы был хорошо изучен так давно, что сейчас лучшие обсуждения находятся в учебниках [например, Brealey and Myers (1981, часть 2)].

Критерий чистой приведенной стоимости может быть реализован относительно простым способом, когда рынок капитала содержит торгуемые требования по идентичным проектам, например, проектам расширения масштабов. В этом случае новые заявки могут быть оценены путем наблюдения за ценами существующих заявок на идентичные проекты. Однако для новых проектов требуется теория, чтобы определить характеристики проекта, которые важны при определении стоимости капитала. Теория ценообразования активов определяет эти характеристики и то, каким образом они определяют стоимость капитала проекта, и, таким образом, обеспечивает теорию оценки денежных потоков при составлении бюджета капитала в условиях неопределенности.

#### **4. Политика в отношении структуры капитала**

##### *4.1 Предложение о неуместности*

В 1958 году Модильяни /Миллер заложили важную основу для позитивной теории финансовой структуры, разработав последствия рыночного равновесия для оптимальной долговой политики. Они продемонстрировали, что, учитывая инвестиционную политику фирмы и игнорирование налогов и затрат на заключение контрактов, выбор фирмой финансовой политики не влияет на текущую рыночную стоимость фирмы.

5

Их предположение о неуместности структуры капитала демонстрирует, что выбор фирмой финансовой политики не может повлиять на стоимость фирмы до тех пор, пока это не

влияет на вероятностное распределение общих денежных потоков для фирмы. В

Предложение Модильяни / Миллера о неуместности является частным случаем более общего

5

Этот основной аргумент был предвосхищен Уильямсом (1938, стр. 72-75).

Дженсен и Смит

12

1984

предположение, разработанное Коузом (1960), о том, что при отсутствии контрактных издержек и

эффекта богатства передача прав собственности не влияет на использование реальных ресурсов

. Обзор литературы о неуместности структуры капитала см. в Fama (1978).

##### *4.2 На пути к оптимальной финансовой политике*

В то время как Модильяни и Миллер (1958) навсегда изменили роль экономического анализа в обсуждениях структуры капитала, их работа не дает объяснений

политике корпоративного финансирования, наблюдаемой на практике. Предположение Модильяни / Миллера о неуместности

говорит нам, что если политика корпоративного финансирования влияет на стоимость фирмы, она

должна влиять на это путем изменения распределения вероятностей денежных потоков фирмы. Выбор финансовой политики может повлиять на распределение денежных потоков, поскольку существуют важные налоговые последствия, или потому, что важны контрактные и агентские расходы, или потому, что существуют другие важные взаимосвязности между выбором финансовой политики и выбором инвестиционной политики.

Ранний анализ, посвященный нормативному вопросу “Как следует устанавливать оптимальное соотношение долга и собственного капитала?”, последовал совету Модильяни/Миллера избегать путаницы в инвестиционной и финансовой политике. Четко фиксируя инвестиционную политику, анализ фокусируется на других факторах, влияющих на чистые денежные потоки.

Модильяни и Миллер (1963) утверждали, что, поскольку налог на прибыль корпораций позволяет вычитать процентные платежи при расчете налогооблагаемого дохода, чем больше долг в структуре капитала, тем ниже налоговые обязательства корпорации, тем выше денежные потоки после уплаты налогов и тем выше рыночная стоимость фирмы.

Миллер (1977), основываясь на анализе Фаррара и Селвина (1967) и Блэка (1973), утверждает, что налоговое преимущество долга преувеличивается при рассмотрении налога на прибыль корпораций в отрыве от подоходного налога с физических лиц. Он утверждает, что налоговое преимущество корпоративного долга компенсируется ставками налога на доходы физических лиц с доходов инвесторов от долга, которые выше, чем ставки налога на доходы инвесторов от акционерного капитала. Кроме того, Бреннан и Шварц (1978) также

Дженсен и Смит  
13  
1984

утверждают, что корпоративное налоговое преимущество долга ниже, потому что налоговый щит на проценты теряется, если фирма проходит через банкротство и ликвидацию. Более того, Деанджело и Масулис (1980) утверждают, что альтернативные налоговые щиты, такие как инвестиционные налоговые льготы, также уменьшают налоговые преимущества корпоративного долга.

Издержки банкротства

Краус и Литценбергер (1973) формализуют аргумент о том, что корпоративный налоговый щит компенсируется увеличением ожидаемых издержек банкротства, чтобы создать теорию оптимальной структуры капитала. Увеличение леввереджа увеличивает вероятность банкротства и, таким образом, увеличивает ожидаемые затраты на банкротство. Точка, в

которой дополнительное кредитное плечо приводит к увеличению ожидаемых издержек при банкротстве, которые просто компенсируют налоговые субсидии для увеличения долга, определяет оптимальную структуру капитала. Издержки банкротства могут принимать две формы: прямую и косвенную. Уорнер (1977а) исследуется величина прямых издержек банкротства для выборки железнодорожных компаний. Он приходит к выводу, что ожидаемая приведенная стоимость собственных расходов, связанных с банкротством, невелика по сравнению с рыночной стоимостью фирмы. Его анализ позволяет избежать многих проблем предыдущих исследований, которые в основном состояли из изучения банкротств физических лиц и малого бизнеса.

В дополнение к прямым издержкам банкротства Бакстер (1967) утверждает, что существуют важные косвенные издержки банкротства. Косвенные издержки банкротства - это специфические контрактные издержки, возникающие из-за того, что инвестиционная политика фирмы и другие решения о распределении ресурсов (такие как корпоративная компенсация и маркетинговая политика) не являются фиксированными. Косвенные издержки включают упущенные продажи, упущенную выгоду, издержки, связанные с ограничениями на заимствования фирмы, и более высокую компенсацию, которую требуют менеджеры из-за более высокой вероятности безработицы. Некоторые из этих издержек возникают из-за того, что конкурсный управляющий является агентом суда и, следовательно, имеет ограниченные стимулы для принятия решений об инвестициях или финансировании с максимизацией стоимости. Точных оценок этих затрат пока не существует, но в целом они вряд ли будут тривиальными.

Дженсен и Смит

14

1984

Агентские издержки Конфликты интересов существуют между держателями обыкновенных акций, держателями облигаций и менеджерами, поскольку корпоративные решения, повышающие благосостояние одной из этих групп, часто снижают благосостояние других. Дженсен и Меклинг (1976) используют агентскую структуру для проведения позитивного анализа влияния конфликтов интересов между акционерами, менеджерами и держателями облигаций на инвестиционные и финансовые решения фирмы. Они утверждают, что рассмотрение проблемы финансовой структуры как проблемы определения оптимального соотношения долга и собственного капитала является слишком узким. В более общем плане

проблема заключается в определении оптимальной структуры собственности фирмы, включая относительные объемы долга и капитала, принадлежащих менеджерам и посторонним лицам, а также детали долга (краткосрочный, долгосрочный, государственный, частный, конвертируемый, подлежащий возврату, и связанные с каждым ковенанты) и капитала (обыкновенные акции с неограниченной или ограниченной возможностью отчуждения, распределение прав голоса, привилегированные акции, варранты и т.д.). На самом общем уровне проблема структуры капитала включает в себя определение всего набора контрактов между акционерами, держателями облигаций и менеджерами, а также другими агентами в связи с контрактами, включая клиентов, сотрудников, арендодателей, страховщиков и т.д. Майерс (1977) и Смит и Уорнер (1979) предоставляют подробный анализ технологии мониторинга и облигаций для контроля конфликта интересов между держателями облигаций и акционерами, демонстрируя, как соблюдаемые контракты на облигации должны меняться в зависимости от этих агентских проблем. Смит и Уоттс (1982) исследуют контроль над конфликтом между акционерами и менеджерами. Они анализируют структуру контрактов о вознаграждении руководства, уделяя особое внимание компромиссам между заработной платой, опционами на акции, ограниченным запасом, бонусными планами и другими часто встречающимися положениями о компенсации. Майерс и Смит (1982) анализируют корпоративные страховые покупки и утверждают, что договоры страхования обеспечивают эффективное распределение рисков и обеспечивают эффективное администрирование претензий к корпорации.

6  
6

Было проведено значительное исследование, связывающее корпоративный выбор бухгалтерских процедур с политическим давлением и компенсационной и финансовой политикой руководства фирмы. Обзор этой литературы см. в работе Holthausen и Leftwich (1983).

Дженсен и Смит

15

1984

#### *4.3 Корпоративная лизинговая политика*

Лизинг - это договорное соглашение, при котором фирма приобретает услуги актива на определенный период времени и, следовательно, является альтернативой покупке актива.

Майерс, Дилл и Баутиста (1976), Миллер и Аптон (1976), а также Левеллен, Лонг и Макконнелл (1976) проанализировали корпоративное решение об аренде. Как и в оригинале Анализ структуры капитала Модильяни/Миллера, когда распределение денежных потоков без изменений лизинговая политика никак не влияет на стоимость фирмы. Однако, как и задолженность, лизинг может по-разному влиять на денежные потоки фирмы. Принимая во внимание

инвестиционное

решение, лизинг предоставляет альтернативу покупке, которая может повлиять на размер налогов и, следовательно, на денежные потоки компании после уплаты налогов.

Когда налоговые ставки различаются между арендодателем и арендатором, лизинг предоставляет возможности для снижения общей суммы налоговых платежей за счет передачи налоговых щитов

частным лицам и компаниям, которые ценят их наиболее высоко.

Флэт (1980) и Кляйн, Кроуфорд и Алчиан (1978) в своем анализе корпоративного решения об аренде явно ослабляют предположение о том, что решения об инвестициях и других

решениях о распределении ресурсов являются фиксированными. Flath анализирует снижение затрат на заключение

контрактов, связанных с арендой, когда срок полезного использования актива значительно превышает

период, в течение которого конкретная компания или частное лицо ожидает использования актива. Кляйн,

Кроуфорд и Алчиан анализируют условия, в которых более эффективно иметь активы в совместной собственности, а не в независимом владении и управлении на условиях аренды или других

договорных соглашений. Они демонстрируют, что агентские издержки снижаются, когда активы, относящиеся к конкретной организации (активы, которые более высоко ценятся внутри организации

, чем при их наилучшем альтернативном использовании), находятся в собственности, а не в аренде.

*4.4 Последние эмпирические результаты, связанные с вопросами структуры капитала*

Предложения по обмену Масулис (1980а; 1983) изучает предложения по обмену. Он утверждает, что

, поскольку предложения представляют собой просто обмен одного класса ценных бумаг на другой, сделка

не влияет на инвестиционную политику фирмы и, следовательно, не должна влиять на стоимость фирмы

Дженсен и Смит

16

1984

, если применима теорема Модильяни / Миллера. Он измеряет влияние на цены ценных бумаг фирмы относительно чистого изменения финансовой структуры, предоставляя важные

доказательства значимости налоговых, агентских и других гипотез. Его анализ дополняется статьей Макконнелла и Шларбаума (1981) о доходных облигациях и

Миккельсона (1981) исследование обращений конвертируемых ценных бумаг. Взятые в целом,

доказательства, представленные в этих статьях, поразительно не согласуются с предсказаниями

предложения Модильяни / Миллера. Каждое из исследований документирует статистически значимые

изменения стоимости собственного капитала, связанные с изменениями корпоративного

левериджа. В среднем события, увеличивающие кредитное плечо, связаны с положительной доходностью акционеров, в то время как события, уменьшающие кредитное плечо, связаны с отрицательной доходностью акционеров. Исследования также показывают, что налоговые эффекты сами по себе не могут объяснить основные результаты.

#### Выкуп акций

Данные об изменениях цен на акции, связанных с выкупом обыкновенных акций, согласуются с данными из биржевых предложений; события, увеличивающие кредитное плечо, как правило, связаны с положительной доходностью акционеров. Данн (1981), Масулис (1980b) и Вермален (1981) изучают влияние тендерных предложений о выкупе акций корпораций на стоимость фирмы. Они считают, что средняя премия выше рыночной цены акций до предложения составляет примерно 23 процента, а средняя ненормальная доходность для неучастующих акционеров компаний, выкупающих акции, составляет примерно 15 процентов.

Вермален (1981) обнаружил, что, когда корпорация выкупает свои акции путем покупки на открытом рынке, акционеры получают среднюю ненормальную доходность примерно в 4 процента.

Напротив, Данн и Деанджело (1983) и Брэдли и Уэйкман (1983) изучают заключенные в частном порядке сделки по выкупу акций у крупных акционеров и обнаруживают, что акционеры, не участвующие в этих сделках, теряют примерно 4 процента. Одно из объяснений потерь акционеров при выкупе акций путем переговоров по сравнению с прибылью от предложения о выкупе акций на торгах и выкупа акций на открытом рынке заключается в том, что они отражают потерю ожидаемых выгод от поглощений для выкупающей компании, поскольку предложения о поглощении часто отменяются во время таких целевых выкупов.

#### Дженсен и Смит

17

1984

Ибботсон (Ibbotson, 1975) изучает продажу новых выпусков ценных бумаг в период с 1960 по 1969 год и документирует, что выпуски были предложены со скидкой в 11,4 процента по отношению к их рыночной цене через месяц после выпуска. Он также обнаружил, что после первого месяца торговли акционеры получают только нормальную доходность.

Вайнштейн (Weinstein, 1978) изучил недавно выпущенные корпоративные облигации и обнаружил, что их стоимость при выпуске занижена примерно на 0,4 процента. Как и несезонные выпуски акций, в

последующие месяцы они приносят нормальную доходность. Смит (1977) документирует, что гарантированные предложения акций для опытных новых выпусков недооценены в среднем между 0,5 процента и 0,8 процента.

Scholes (1972) приводит доказательства того, что цены падают примерно на 2 процента при вторичном размещении обыкновенных акций и что эти ценовые эффекты не зависят от размера предложения. Это свидетельство, наряду с доказательством Смита, подтверждающим отсутствие какого-либо значительного аномального эффекта цены акций, связанного с продажей акций через предложения прав, указывает на то, что, вопреки многим предположениям, график поставок капитала фирме очень эластичен. Смит документирует значительную экономию за счет масштаба в затратах на флотацию, а Хансен и Пинкертон (1982) показывают, что затраты на флотацию снижаются при концентрированном владении акциями.

Ценообразование облигаций В нескольких работах рассматривается эффективность рынков корпоративных облигаций в отношении различных событий и обеспечивается лучшее понимание последствий различных политических решений. Вайнштейн (1977) изучает изменения цен на облигации в связи с объявлением об изменении рейтинга облигаций и приходит к выводу, что информация, отраженная в изменениях рейтинга, полностью отражается в ценах облигаций до объявления об изменении рейтинга. Вейкман (1981) анализирует причины существования рейтинговых агентств по облигациям, даже несмотря на то, что информация, отраженная в изменениях рейтингов облигаций, уже отражена в ценах облигаций. Ингерсолл (Ingersoll, 1977) исследует сроки обращения обращений по конвертируемым облигациям. Хотя его анализ показывает, что эти облигации систематически выкупаются по ценам, значительно превышающим прогнозируемые его моделью, последствия для действий фирмы по максимизации стоимости остаются неясными.

Дженсен и Смит

18

1984

Уорнер (1977b) анализирует выборку обанкротившихся железных дорог, демонстрируя, что суды отклоняются от абсолютного приоритета при урегулировании претензий при реорганизации. Он устанавливает, что рыночные цены на облигации этих фирм отражают объективную оценку их выплат в процессе

реорганизации.

## **5. Дивидендная политика**

### *5.1 Предложение о неуместности*

В 1961 году Miller/Modigliani распространили свой анализ структуры капитала на дивидендную политику. Они утверждают, что до тех пор, пока вероятностное распределение денежных потоков фирмы является фиксированным и отсутствуют налоговые последствия, выбор дивидендной политики фирмы не влияет на текущую рыночную стоимость фирмы. По их мнению, увеличение дивидендов финансируется за счет продажи новых акций. Поскольку общая стоимость фирмы остается постоянной, продажа новых акций снижает цену за акцию существующих акций на сумму, равную увеличенному дивиденду на акцию, выплачиваемому из выручки от продажи. Это означает, что для существующих акционеров существует индивидуальный компромисс между более высокими ожидаемыми дивидендами и более низким ожидаемым приростом капитала. Таким образом, при фиксированном распределении вероятностей денежных потоков дивидендная политика не имеет значения.

Вопросы, касающиеся (1) того, почему фирмы выплачивают дивиденды и (2) последствий альтернативной дивидендной политики, когда распределение денежных потоков фирм может меняться в зависимости от дивидендной политики, были источником многочисленных дискуссий и эмпирических исследований. Черный (1976)

содержит краткое изложение нерешенных проблем.

### *5.2 На пути к оптимальной дивидендной политике*

При определении оптимальной дивидендной политики важным вопросом является то, как рынок оценивает денежные дивиденды по сравнению с приростом капитала. Предложение Миллера / Модильяни о дивидендах

демонстрирует, что если для маржинального поставщика нет разницы в затратах на получение дивидендов или прироста капитала, а для предельного потребителя нет

Дженсен и Смит

19

1984

дифференциальная выгода от дивидендов или прироста капитала, тогда доллар дивидендов и доллар прироста

капитала оцениваются одинаково. Таким образом, аргумент “синицы в руках” о том, что дивидендная политика

имеет значение, поскольку инвесторы ценят текущие дивиденды выше, чем неопределенный будущий

прирост капитала, является ложным. Оценка будет определяться предельными издержками получения

дивидендов и прироста капитала; без учета дифференцированных издержек производства предпочтения будут

отражаться только в относительных количествах дивидендов и прироста капитала, а не в стоимости фирм.

Налого Бреннан (1970) предполагает, что более высокие эффективные ставки налога на дивиденды по сравнению с приростом капитала приведут к более высокой ожидаемой доходности до налогообложения по акциям с высокими дивидендами эквивалентного риска. Миллер и Скоулз (1978) утверждают, что налоговый недостаток дивидендов уменьшается за счет способности инвестора компенсировать дивидендный доход за счет вычета процентов по займам в сочетании с инвестированием доходов от заимствования в защищенные от налогов средства накопления, такие как договоры страхования жизни и пенсионные счета.

В настоящее время неизвестно, используется ли этот механизм снижения налогов достаточным количеством инвесторов, чтобы повлиять на цены

.

Агентские расходы Поскольку выплаты дивидендов, не финансируемые за счет новых продаж акций, сокращают базу активов, обеспечивающих корпоративные облигации, стоимость облигаций можно увеличить, обеспечив надлежащую защиту от экспроприации посредством неограниченных выплат дивидендов. Смит и Уорнер (1979) и Калай (1982) анализируют ограничения на дивиденды, указанные в контрактах на корпоративные облигации. Они показывают, что благодаря идентичности денежных потоков дивидендная и инвестиционная политики взаимозависимы; указание более низкого максимума для дивидендов накладывает более высокий минимум на долю прибыли, сохраняемой в фирме. Однако увеличение удержания прибыли влечет за собой чрезмерные инвестиционные издержки для фирмы

7

Кроме того, существует очевидное противоречие между анализом дивидендов Миллера/Шоулза и налоговой моделью финансовой структуры Миллера (1977). Механизмы, которые Miller / Scholes применяет для избежания налогов на дивиденды, могут также применяться для избежания личных налогов на процентный доход. Это, по-видимому, устраняет эффективные дифференциальные налоговые ставки на собственный капитал и долг, которые являются основой модели Миллера. Этот вопрос до сих пор не решен.

Дженсен и Смит

20

декабря 1984

года, что ожидает несколько прибыльных проектов в течение срока действия облигации. Таким образом, теория предсказывает, что нерегулируемая фирма, которая прогнозирует повторяющиеся прибыльные инвестиционные проекты в будущем

, установит низкий максимум дивидендов и, следовательно, высокий минимум удержаний.

Это

позволит снизить как требования к привлеченному извне акционерному капиталу, так и связанные

с этим затраты на размещение собственного капитала, а также текущую стоимость агентских расходов.

### *5.3 Эмпирические результаты, связанные с дивидендной политикой*

Анализ дивидендной политики проходил в тесном взаимодействии

теории и эмпирических тестов. Ряд авторов оценивают прямое влияние дивидендов на цены ценных бумаг. Доказательства противоречивы. Чарест (1978), Аарони и Свари (1980),

Асквит и Маллинс (1983) и Брикли (1983) документируют положительные аномальные изменения цен на акции вокруг даты объявления положительных изменений дивидендов.

Однако эти

исследования не в состоянии провести различие между изменениями цен, вызванными информацией, открывшейся

рынку в результате изменения дивидендов, и изменениями цен, вызванными чистым эффектом дивидендов.

Результаты перекрестных исследований влияния дивидендной доходности на

ожидаемую доходность остаются неопределенными. Литценбергер и Рамасвами (1979; 1982) пришли к выводу, что

более высокие дивиденды связаны с более высокой ожидаемой доходностью; Блэк и Скоулз (1974)

и Миллер и Скоулз (1981) пришли к выводу, что более высокие дивиденды не влияют на ожидаемую

доходность; а Лонг (1978) пришел к выводу, что более высокие дивиденды связаны с более низкой

ожидаемой доходностью. Литценбергер и Рамасвами утверждают, что их исследование влияния

дивидендной доходности на ожидаемую доходность использует больше предварительной информации о корпоративной

дивидендной политике и, таким образом, дает более эффективные оценки. Миллер / Скоулз утверждают, что

Процедура Литценбергера / Рамасвами вносит погрешность в оценку, завышая величину предполагаемого дивидендного эффекта. Долго осматривает горожан  
Коммунальное хозяйство

Корпорация, уникальная компания с двумя классами акций, которые отличаются только с точки зрения

их дивидендов и налогового режима: один класс получает денежные дивиденды, а другой  
Дженсен и Смит

21

1984

получает дивиденды по акциям. Особые обстоятельства этой компании обеспечивают мощный

контроль за потенциально запутанными различиями в инвестиционной и финансовой политике при

обычных тестах влияния дивидендной политики. Лонг приходит к выводу, что класс, получающий денежные дивиденды, оценивается с премией по сравнению с классом, получающим дивиденды по акциям.

## **6. Выводы**

Профессия финансиста превратилась из в значительной степени специальной, нормативно ориентированной области с небольшой научной базой для принятия решений в одну из самых богатых и интересных областей экономической профессии. Финансовая экономика прошла стадию нерелевантных для политики предложений 1960-х годов до стадии, когда теория и фактические данные могут предложить практикующему финансовому менеджеру много полезных рекомендаций. Теория и фактические данные в настоящее время достаточно богаты, чтобы появился разумный анализ многих подробных проблем, таких как оценка условных требований, оптимальные условия по облигационным контрактам и широкий спектр проблем заключения контрактов. Однако наука до сих пор не обеспечила удовлетворительной основы для решения всех проблем, стоящих перед корпоративным финансовым директором.

Некоторые из наиболее важных нерешенных вопросов заключаются в том, как принять решение: (1) об уровне выплаты дивидендов, (2) о структуре погашения долговых инструментов фирмы, (3) о маркетинге ценных бумаг фирмы (т. е. Публичный или частный долг, права или андеррайтинговые предложения), и (4) относительные величины долга и собственного капитала в структуре капитала фирмы. Мы ожидаем, что границы знаний в области корпоративных финансов будут продолжать расширяться. Это расширение обещает быть быстрым в течение следующего десятилетия, и результаты этого исследования будут иметь большое значение для решения практических проблем, с которыми сталкиваются корпоративные финансовые сотрудники.

## **Ссылки**

Аарони, Джозеф и Ицхак Свари. 1980. "Ежеквартальные дивиденды и прибыль  
Объявления и доходы акционеров: эмпирический анализ".

*Финансовый журнал*, V. 35, № 1: стр. 1-12.

Дженсен и Смит

22

1984

Асквит, Пол и Дэвид У. Маллинс-младшие, 1983 год. "Влияние инициирования выплаты дивидендов

Выплаты по имуществу акционеров". *Журнал бизнеса*, Т. 56: стр. 77-96.

Перепечатано в *Современная теория корпоративных финансов*, Майкл К. Дженсен и Клиффорд В. Смит-младший, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

- Bachelier, Louis. 1984. "Теория спекуляции", изд. Пол Х. Кутнер, *Случайный Характер цен на фондовом рынке*. Кембридж, Массачусетс: Массачусетский технологический институт, стр. 17-78.
- Бакстер, Невинс. 1967. "Кредитное плечо, риск разорения и стоимость капитала". *Journal of Finance*, V. 22: стр. 395-404.
- Беччук, Лучан, 1982 год. "Аргументы в пользу содействия конкурирующим тендерным предложениям". *Гарвард Law Review*, V. 95: стр. 1028ff.
- Блэк, Ф. и М. Скоулз. 1973. "Ценообразование опционов и корпоративных обязательств". *Журнал политической экономики*, Т. 81, № 3: стр. 637-654.
- Блэк, Фишер, 1976 год. "Загадка дивидендов". *Журнал управления портфелем ценных бумаг*, V. 2, № 2: стр. 5-8. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.
- Блэк, Фишер и Майрон Скоулз, 1974 год. "Влияние дивидендной доходности и дивидендов Политика в отношении цен и доходности обыкновенных акций". *Журнал финансовой экономики*, Т. 1: стр. 1-22. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.
- Брэдли, Майкл и Ли М. Уэйкман, 1983 год. "Влияние целевой доли на благосостояние Выкупы". *Журнал финансовой экономики*, V. 11, № 1-4: стр. 301-28.
- Брили, Ричард и Стюарт Майерсы, 1981 год. *Принципы корпоративных финансов*. НЬЮ-ЙОРК: Макгроу-Хилл.
- Бриден, Дуглас. 1979. "Межвременная модель ценообразования активов со стохастическим Потребление и инвестиционные возможности". *Журнал финансовой экономики*, Т. 7: стр. 265-296.
- Бреннан, Майкл и Эдуардо Шварц. 1978 год. "Налоги на прибыль корпораций, оценка стоимости и проблема оптимальной структуры капитала". *Журнал бизнеса*, V. 51: стр. 103-114.
- Бриккли, Джеймс. 1983. "Благосостояние акционеров, информационная сигнализация и специально Назначенный дивиденд: эмпирическое исследование". *Журнал финансовой экономики*, Т. 12: стр. 187-209.
- Шарет, Гай, 1978 год. "Информация о дивидендах, доходности акций и эффективности рынка-II". *Журнал финансовой экономики*, Т. 6, № 2/3: стр. 297-330.
- Дженсен и Смит  
23  
1984
- Коуз, Рональд Х. 1960. "Проблема социальных издержек". *Журнал права и экономики*, Т. 3: Октябрь, стр. 1-44.
- Коулз, Альфред, 3-й, 1933 год. "Могут ли прогнозисты фондового рынка делать прогнозы?" *Эконометрика*, Т. 1: стр. 309-324.

Кокс, Джон и Стивен Росс, 1976 год. "Обзор некоторых новых результатов в области финансовых возможностей  
Теория ценообразования". *Финансовый журнал*, Т. 31: стр. 383-402.

Dann, Larry Y. 1981. "Выкуп обыкновенных акций: Анализ доходности для держателей облигаций и акционеров ". *Журнал финансовой экономики*, V. 9, № 2: стр. 113-38. Перепечатано в "*Современной теории корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Данн, Ларри И. и Гарри Деанджело, 1983 год. "Соглашения о приостановке, заключенные в частном порядке  
Выкуп акций и Рынок корпоративного контроля ". *Журнал финансовой экономики*, V. 11, № 1-4: стр. 275-300.

Деанджело, Гарри и Рональд У. Масулис. 1980. "Оптимальная структура капитала при Корпоративное и личное налогообложение". *Журнал финансовой экономики*, Т. 8: стр. 3-29 . Перепечатано в "*Современной теории корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Дьюинг, Артур, 1953 год. *Финансовая политика корпораций*. Нью-Йорк: Рональд Пресс.

Фама, Eugene F. 1970. "Эффективные рынки капитала: обзор теории и эмпирической работы". *Финансовый журнал*, Т. 25, № 2: стр. 383-417.

Фама, Eugene F. 1976. *Основы финансов*. Нью-Йорк: Основные книги.

Фама, Eugene F. 1978. "Влияние инвестиционных и финансовых решений Фирмы на благосостояние ее владельцев ценных бумаг". *American Economic Review*, V. 68, № 2: июнь, стр. 272-84. Перепечатано в "*Современной теории корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсен и Клиффорд В. Смит-младший, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Фама, Eugene F. 1980. "Проблемы агентства и теория фирмы". *Журнал политической экономики*, Т. 88, № 2: апрель, стр. 288-307. Перепечатано в "*Современной теории корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Фама, Юджин Ф. , Лоуренс Фишер, Майкл К. Дженсен и Ричард Ролл. 1969 год. "В  
Корректировка цен на акции в соответствии с новой информацией ". *Международное экономическое обозрение*,  
Т. 10, № 1: стр. 1-21. Перепечатано в журнале *Investment Management: Some Readings*, J. Lorie и R. Brealey, редакторы (Praeger Publishers, 1972), и *Strategic Issues in Finance*, Кит Уонд, редактор (Butterworth Heinemann, 1993).

Дженсен и Смит  
24  
1984

Фама, Юджин Ф. и Майкл К. Дженсен. 1983а. "Проблемы агентства и остаточные Претензии". *Журнал права и экономики*, V. 26, № 2: стр. 327-349. Доступно по адресу  
С о к и а л  
С к и е н к е  
R e s e a r c h  
Н е т в о р к  
е Л и б р а р у

а т :

<http://papers.ssrn.com/Abstract=94032>

. Перепечатано в Michael C. Jensen,

*Основы организационной стратегии*, Cambridge: Harvard University Press, 1998.

Фама, Юджин Ф. и Майкл К. Дженсен. 1983b. "Разделение собственности и контроля". *Журнал права и экономики*, V. 26, № 2: стр. 301-325. Доступно в исследовательской сети социальных наук eLibrary по адресу:

<http://papers.ssrn.com/Abstract=94034>

Перепечатано в Michael C. Jensen, *Основы организационной стратегии*, Cambridge: Harvard University Press, 1998.

Фаррар, Дональд Э. и Ли Селвин, 1967 год. "Налоги, корпоративная финансовая политика и доходность

для инвесторов". *Национальный налоговый журнал*, Т. 20: стр. 144-154.

Фишер, Ирвинг. 1907. *Процентная ставка*. Нью-Йорк: Макмиллан.

Фишер, Ирвинг. 1930. *Теория интереса*. Нью-Йорк: Макмиллан.

Фишер, Лоуренс и Джеймс Х. Лори, 1964 год. "Нормы прибыли от инвестиций в общие Акции". *Журнал бизнеса*, V. 37: январь 1964, стр. 1-21.

Флэт, Дэвид. 1980. "Экономика краткосрочного лизинга". *Экономическое исследование*, Ст. 18:

с. 247-59. Перепечатано в "*Современной теории корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Грэм, Бенджамин и Д. Л. Додд, 1951 год. *Анализ безопасности: принципы и техника*. Нью-Йорк: Макгроу-Хилл.

Хансен, Роберт и Джон Пинкертоны, 1982 год. "Прямое акционерное финансирование: разрешение

парадокса". *Финансовый журнал*, Т. 37: стр. 651-665.

Хиршлейфер, Джек, 1958 год. "О теории оптимального инвестиционного решения". *Журнал политической экономики*, Т. 66: стр. 329-352.

Холтхаузен, Роберт У. и Ричард У. Лефтвич, 1983 год. "Экономические последствия выбора бухгалтерского учета: Последствия дорогостоящих контрактов и мониторинга".

*Журнал*

*бухгалтерского учета и экономики*, Т. 5: стр. 77-117. Более ранняя версия этого документа

была представлена на съезде Американской ассоциации бухгалтеров в Сан-Диего

в августе 1982 года. Ранее он был опубликован Центром исследований

цен на ценные бумаги, Рабочий документ № 87 (Чикаго, Иллинойс:

Высшая школа бизнеса Чикагского университета) 1982.

Ибботсон, Р. Г. 1975. "Динамика цен новых выпусков обыкновенных акций". *Журнал финансовой экономики*, Т. 2: стр. 235-272. Перепечатано в "*Современной теории корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего,

редакторы, Нью

-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Дженсен и Смит

1984

Ингерсолл, Джонатан, 1977 год. "Изучение корпоративной политики звонков на конвертируемые

Ценные бумаги". *Финансовый журнал*, Т. 32: стр. 463-478. Перепечатано в "*Современной теории корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Дженсен, Майкл С. 1972. "Рынки капитала: Теория и доказательства". *Bell Journal of Economics and Management Science*, V. 3: стр. 357-98. Доступно в исследовательской сети социальных наук eLibrary по адресу:

<http://papers.ssrn.com/Abstract=350429>

.  
Дженсен, Майкл С. 1978. "Некоторые аномальные свидетельства относительно эффективности рынка".

*Журнал финансовой экономики*, Т. 6, № 2/3: стр. 95-101. Доступно в исследовательской сети социальных наук eLibrary по адресу:

<http://papers.ssrn.com/Abstract=244159>

.  
Дженсен, Майкл С. 1983 год. "Теория и методология организации". *Обзор бухгалтерского учета*,

V. 58, № 1: стр. 319-339. Доступно в исследовательской сети социальных наук eLibrary по адресу:

<http://papers.ssrn.com/Abstract=94036>

. Перепечатано в Michael C.

Jensen, *Основы организационной стратегии*, Cambridge: Harvard University Press, 1998.

Дженсен, Майкл К. и Уильям Х. Меклинг, 1976 год. "Теория фирмы: Управленческая Поведение, агентские издержки и структура собственности". *Журнал финансовой экономики*, V. 3, № 4: Октябрь, стр. 305-360. Доступно в исследовательской сети социальных наук eLibrary по адресу:

<http://papers.ssrn.com/Abstract=94043>

. Перепечатано

в "*Современной теории корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсена и Клиффорда У. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Дженсен, Майкл К. и Ричард С. Рубак, 1983 год. "Рынок корпоративного контроля: Научные доказательства". *Журнал финансовой экономики*, V. 11, № 1-4: стр. 5-50 . Доступно в исследовательской сети социальных наук eLibrary по адресу:

<http://papers.ssrn.com/Abstract=244158>

. Перепечатано в "*Современной теории*

*корпоративных финансов*" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Кендалл, Морис. 1953. "Анализ экономических временных рядов. Часть I: Цены". *Журнал Королевского статистического общества*, Т. 96: стр. 11-25.

Кляйн, Бенджамин, Роберт Кроуфорд и Армен А. Алчиан. 1978. "Вертикальная интеграция, соответствующая арендная плата и конкурентный процесс заключения контрактов". *Журнал*

права

и экономики, V. 21, № 2: стр. 297-396. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Краус, Алан и Роберт Литценберггеры, 1973 год. "Модель состояния предпочтения оптимального

Финансовый рычаг". *Финансовый журнал*, Т. 28: стр. 911-922.

Льюэллен, Уилбур Г., Майкл Лонг и Джон Дж. Макконнелл. 1976. "Сдача активов в аренду в Конкурентные рынки капитала". *Финансовый журнал*, Т. 31: стр. 787-798.

Дженсен и Смит

26

1984

Lintner, John. 1965. "Оценка рисковых активов и выбор рискованных

Инвестиции в портфели акций и капитальные бюджеты". *Обзор экономики и статистики*, Т. 47: стр. 13-37.

Литценберггер, Роберт и Кришна Рамасвами. 1979. "Влияние налогов на доходы физических лиц и

дивидендов на цены основных средств: Теория и эмпирические данные". *Журнал финансовой экономики*, Т. 7: стр. 163-195.

Литценберггер, Роберт и Кришна Рамасвами. 1982. "Влияние дивидендов на Цены на обыкновенные акции: налоговые эффекты или информационные эффекты".

*Финансовый журнал*,

Т. 37: стр. 429-443. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов"

Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Лонг, Джон Б.-младший, 1978 год. "Рыночная оценка денежных дивидендов: случай для рассмотрения".

*Журнал финансовой экономики*, V. 6, № 2/3: стр. 235-264.

Лори, Джеймс Х. и Леонард Сэвидж. 1955. "Три проблемы в нормировании капитала".

*Журнал бизнеса*, V. 28: стр. 229-239.

Lutz, Friedrich and Vera Lutz. 1951. *Теория инвестирования фирмы*. Принстон, Нью-Джерси: Издательство Принстонского университета.

Мандельброт, Бенуа. 1966. "Прогнозы будущих цен, непредвзятые рынки и модели "Мартингейла"". *Журнал бизнеса*, V. 39, № Часть 2: стр. 242-255.

Манн, Генри Г. 1965. "Слияния и рынок корпоративного контроля". *Журнал политической экономики*: стр. 110-120.

Марковиц, Гарри, 1952 год. "Выбор портфолио". *Финансовый журнал*, Т. 7: стр. 77-91.

Марковиц, Гарри, 1959 год. *Выбор портфолио*. Нью-Хейвен, Коннектикут: Издательство Йельского университета.

Масулис, Рональд У. 1980а. "Влияние изменения структуры капитала на цены ценных бумаг: Изучение предложений об обмене". *Журнал финансовой экономики*, Т. 8: стр. 139-178.

Перепечатано в *Современная теория корпоративных финансов*, Майкл К. Дженсен и Клиффорд В. Смит-младший, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Масулис, Рональд У. 1980б. "Выкуп акций по тендерному предложению: анализ

причин изменения цены обыкновенных акций". *Финансовый журнал*, Т. 35, № 2: стр. 305-319.

Масулис, Рональд У. 1983. "Влияние изменения структуры капитала на стоимость фирмы: Некоторые оценки." *Финансовый журнал*, Т. 38: стр. 107-26.

Майерс, Дэвид и Клиффорд У. Смит-младшие, 1982. "О корпоративном спросе на страховку". *Журнал бизнеса*, V. 55, № 2: стр. 281-296.

Дженсен и Смит

27

1984

Макконнелл, Джон Дж. и Гэри Г. Шларбаум. 1981. "Доказательства влияния биржевых предложений на цены ценных бумаг: Случай с доходными облигациями". *Журнал бизнеса*, V. 54: стр. 65-85.

Миккельсон, Уэйн Х. 1981. "Кабриолет звонит, и охрана возвращается". *Журнал финансовой экономики*, V. 9, № 3: сентябрь, стр. 237-264. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-

младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Миллер, Мертон Х. 1977. "Долги и налоги". *Финансовый журнал*, Т. 32: стр. 261-76.

Миллер, Мертон Х. и Майрон Скоулз. 1978. - Дивиденды и налоги. *Журнал финансовой экономики*, V. 6, № 4: стр. 333-364.

Миллер, Мертон Х. и Майрон Скоулз. 1981. "Дивиденды и налоги: некоторые эмпирические данные

Улики." *Журнал политической экономики*, Т. 90: стр. 1118-1141. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-

младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Миллер, Мертон Х. и Чарльз Аптон, 1976 год. "Аренда, покупка и стоимость капитала Услуги". *Финансовый журнал*, Т. 31: стр. 761-786.

Модильяни, Франко и Мертон Х. Миллер. 1958. "Затраты на капитал, корпоративные Финансы и теория инвестиций". *American Economic Review*, V. 48: стр. 261-297.

Модильяни, Франко и Мертон Х. Миллер, 1963 год. "Корпоративные подоходные налоги и стоимость капитала: поправка". *American Economic Review*, V. 53: стр. 433-443.

Мут, Джон. 1961. "Рациональное ожидание и теория движения цен". *Эконометрика*, Т. 29: стр. 315-335.

Майерс, Стюарт С. 1977. "Факторы, определяющие корпоративные заимствования". *Журнал финансовых*

*Экономика*, Т. 5, № 2: с. 147-175. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью

-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Майерс, Стюарт, Дэвид Дилл и Альберто Баутиста. 1976 год. "Оценка стоимости финансовой аренды

Контракты". *Финансовый журнал*, Т. 31: стр. 799-820.

- Осборн, М. Ф. М. 1959. "Броуновское движение на фондовом рынке". *Исследование операций*, Т. 7: с. 145-173.
- Осборн, М. Ф. М., 1962. "Периодическая структура в броуновском движении цен на акции". *Исследование операций*, V. 10: стр. 345-379.
- Дженсен и Смит  
28  
1984
- Рэднер, Рой, 1970 год. "Наличие равновесных планов, цен и ценовых ожиданий в Последовательность рынков". Технический отчет № 5, Центр исследований в области науки управления, Калифорнийский университет, Беркли, Калифорния.
- Ролл, Ричард, 1977 год. "Критический анализ тестов теории ценообразования активов; Часть I: О прошлом и Потенциальная проверяемость Теории". *Журнал финансовой экономики*, Т. 4: стр. 129-176.
- Росс, Стивен. 1976. "Арбитражная теория ценообразования капитальных активов". *Журнал экономической теории*, Т. 13: стр. 341-360.
- Росс, Стивен А. 1973. "Экономическая теория агентства: Проблемы директора школы". *American Economic Review*, V. 62, № 2: стр. 134-139.
- Самуэльсон, Пол А. 1965 год. "Доказательство того, что ожидаемые цены на недвижимость колеблются случайным образом".  
*Обзор промышленного менеджмента*, В. Спринг: стр. 41-49.
- Скоулз, Майрон, 1972 год. "Рынок ценных бумаг: замещение против ценового давления и влияние информации на цены акций". *Журнал бизнеса*, Т. 45: стр. 179-211.
- Schwert, G. William. 1983. "Размер и доходность акций и другие эмпирические закономерности".  
*Журнал финансовой экономики*, Т. 12: стр. 3-12.
- Скотт, Кеннет Э. 1973. "Положение в Верховном суде - функциональный анализ". *Harvard Law Review*, V. 86, № 4: стр. 645-692.
- Шарп, Уильям Ф. 1964 год. "Цены на основные средства: теория рыночного равновесия при Условия риска". *Финансовый журнал*, V. 19: сентябрь, стр. 425-442.
- Смит, Клиффорд У.-младший, 1976. "Ценообразование опционов: Обзор". *Журнал финансовых  
Экономика*, Т. 2, № 1/2: с. 3-52.
- Смит, Клиффорд У.-младший, 1977. "Альтернативные методы привлечения капитала: права против Гарантированные предложения". *Журнал финансовой экономики*, Т. 5: стр. 273-307.  
Перепечатано в *Современная теория корпоративных финансов*, Майкл К. Дженсен и Клиффорд В. Смит-младший, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.
- Смит, Клиффорд У.-младший, 1979. "Применение анализа ценообразования опционов", под ред. Дж. Л.
- Бикслер, *Справочник по финансовой экономике*. Амстердам: Северная Голландия, стр. 79-121 .
- Смит, Клиффорд У.-младший и Джерольд Б. Уорнер. 1979. "О финансовых контрактах: Анализ ковенантов по облигациям". *Журнал финансовой экономики*, Т. 7, № 2: стр.

117-161. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Смит, Клиффорд У.-младший и Росс Л. Уоттс, 1982 год. "Стимулирующее и налоговое воздействие на исполнительную власть Компенсационные планы". *Австралийский журнал менеджмента*, Т. 7: стр. 139-57.

Дженсен и Смит  
29  
1984

Спенс, Майкл и Р. Зекхаузер. 1971. "Страхование, информация и индивидуальные Действие". *American Economic Review*, V. 61, № 2: Май, стр. 380-387.

Трейнор, Джек Л. 1961. "К теории рыночной стоимости рискованных активов".  
Неопубликованная рукопись, без даты.

Вермален, Тео. 1981. "Выкуп обыкновенных акций и рыночная сигнализация: эмпирическое исследование". *Журнал финансовой экономики*, Т. 9, № 2: стр. 139-83.

Уэйкман, Ли М. 1981. "Реальная функция рейтинговых агентств по облигациям". *Погоня За Финансами*  
*Ежеквартально*, Т. 1: с. 18-25. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Уорнер, Джерольд Б. 1977а. "Издержки банкротства: некоторые доказательства".  
*Финансовый журнал*, V.  
32: стр. 337-347. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсен и Клиффорд В. Смит-младший, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Уорнер, Джерольд Б. 1977б. "Банкротство, абсолютный приоритет и ценообразование рискованного долга  
Претензии". *Журнал финансовой экономики*, Т. 4: стр. 239-76. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Вайнштейн, Марк I. 1977 год. "Влияние объявления об изменении рейтинга на цену облигаций".  
*Журнал финансовой экономики*, Т. 5: стр. 329-350. Перепечатано в "Современной теории корпоративных финансов" Майкла К. Дженсена и Клиффорда В. Смита-младшего, редакторы, Нью-Йорк: McGraw-Hill, Inc., 1984.

Вайнштейн, Марк I. 1978. "Процесс подготовки новых выпусков корпоративных облигаций".  
*Финансовый журнал*, Т. 33: стр. 1343-1354.

Уильямс, Джон. 1938. *Теория инвестиционной ценности*. Кембридж, Массачусетс: Гарвард Университетская пресса.

Работаю, Холбрук, 1934 год. "Случайный разностный ряд для использования в анализе времени  
Серия". *Журнал Американской статистической ассоциации*, Т. 29: стр. 11-24.