

# ТЕМАТИЧЕСКИЕ ОБЗОРЫ «ФИНАНСОВАЯ АРХИТЕКТУРА ФИРМЫ»

## Исследования внутренних рынков капитала: модели, направления, результаты

Григориади Е.Е.<sup>20</sup>

*Статья представляет собой обзор исследований, посвященных изучению внутренних рынков капитала диверсифицированных компаний. Рассматриваются проблемы активности внутренних рынков капитала и эффективности их функционирования. Уделяется внимание таким вопросам, как измерение эффективности через показатели, отражающие эффективность инвестирования фирмы, возможные причины и условия неэффективности, способы повышения эффективности инвестирования капитала и внутренних рынков капитала в целом.*

### Введение

В настоящее время огромное количество исследований посвящено изучению «внутренних рынков капитала», представляющих собой систему, обеспечивающую перемещение долгосрочных финансовых ресурсов от одного подразделения к другому в рамках диверсифицированных компаний [[Liebeskind, 2000](#)].

Изучение внутренних рынков капитала интересно как с точки зрения корпоративных финансов, поскольку решения об инвестициях и связанные с ними перемещения капитала, являются, возможно, одними из самых важных решений корпорации [[Rajan, Servaes, Zingales, 2000](#)], так и с макроэкономической позиции. Последнее подразумевает то, что инвестиции являются важной частью бизнес-цикла, а наряду с банками, рынками ценных бумаг и другими внешними рынками капитала внутренние рынки капитала диверсифицированных компаний также являются каналами, через которые шоки передаются из одного сектора в другой [[Lamont, 1997](#)].

Проблемы внутренних рынков капитала бурно обсуждаются исследователями по всему миру. В данной работе автор ставит перед собой целью произвести небольшой обзор существующих работ по данной тематике, чтобы понять, какие вопросы интересовали исследователей в недавнем прошлом, что волнует их в настоящее время, какие проблемы они изучают и какие способы их решения предлагают.

Обзор состоит из нескольких разделов. В первом разделе формулируется понятие внутренних рынков капитала, и приводятся возможные причины, цели и условия организации внутренних рынков капитала. Во втором разделе рассматривается вопрос активности внутренних рынков капитала в работах различных авторов. Третий раздел посвящен обсуждению проблемы

---

<sup>20</sup> Магистр экономики ГУ-ВШЭ, сотрудник научной лаборатории корпоративных финансов ГУ-ВШЭ, аналитик ФБ Управления рыночными рисками ФК «Уралсиб».

эффективности внутренних рынков капитала. Особое внимание уделено нескольким моментам: возможным способам измерения эффективности, теоретическим и эмпирическим исследованиям, поддерживающим или опровергающим гипотезу эффективности, возможным причинам и условиям неэффективности, а также условиям эффективного функционирования внутренних рынков капитала или повышения их эффективности. В заключении приводятся возможные направления дальнейшего исследования проблемы.

## 1. Цели, мотивы и условия создания внутренних рынков капитала

Первое, что необходимо сделать, – определить, что в дальнейшем будет пониматься под внутренним рынком капитала. Как уже было отмечено ранее, внутренний рынок капитала – это, по сути, механизм перемещения долгосрочных финансовых ресурсов от одного подразделения к другому в рамках диверсифицированной компании [Liebeskind, 2000]. Также внутренний рынок капитала является инструментарием для осуществления контроля над деятельностью подразделений. К инструментам перемещения капитала и осуществления контроля относятся трансфертные внутрикорпоративные цены, устанавливаемые в зависимости от целей корпоративного центра, специфические условия кредитования и др. [Ивашковская, Григорьева, 2007]. Исходя из этого, можно заключить, что внутренние рынки капитала возникают в диверсифицированных компаниях, и являются характерной особенностью данного типа корпораций. Включение обособленного направления бизнеса в состав диверсифицированной фирмы порождает два вида изменений в управлении денежными потоками данного бизнеса: во-первых, меняется поставщик капитала, и, во-вторых, происходит централизация инвестиционных решений [Liebeskind, 2000]. Основные отличия внутренних рынков капитала от внешних связаны с информацией, стимулами, спецификой активов, правами контроля или трансакционными издержками [Lamont, 1997].

Таким образом, основная цель организации внутреннего рынка капитала – как указывают Хьюстон и Джеймс [Houston, James, 1998] со ссылкой на Штайн [Stein, 1997] – заключается в том, что материнская компания может перераспределять ресурсы между разнообразными проектами, а это, в свою очередь, создает стоимость и ограничивает искажения, которые могут возникать в связи с издержками привлечения внешнего финансирования.

Мотивов создания внутренних рынков капитала может быть несколько. Гертнер, Шарфштайн и Штайн [Gertner, Scharfstein, Stein, 1994] считают, что внутренние рынки капитала предоставляют лучшие возможности мониторинга и перегруппировки активов по сравнению с внешними рынками. Флак и Линч [Fluck, Lynch, 1999] отмечают, что агентские издержки не дают инвестировать в некоторые проекты с положительной чистой приведенной стоимостью (Net Present Value – NPV) в независимых фирмах, тогда как эта проблема исчезает в диверсифицированных компаниях. Штайн [Stein, 1997] утверждает, что диверсификация повышает эффективность фирм, которые имеют ограниченную ликвидность, поскольку в этом случае менеджмент перераспределяет больше капитала в более эффективные подразделения. Вильямсон [Williamson, 1975] выступает за то, что внутренние рынки капитала распределяют ресурсы внутри корпорации более эффективно, нежели это делают внешние рынки капитала, и благодаря этому могут сократить бесполезные инвестиции с меньшими издержками.

Таким образом, зачем понимать, как работают внутренние рынки капитала? Прежде всего, необходимость связана с тем, что это эмпирически важный

механизм перераспределения ресурсов между разными направлениями бизнеса. Кроме того, [Либискинд \[Liebeskind, 2000\]](#) приводит ссылку на нескольких авторов, выступающих за относительную эффективность внутренних рынков капитала. Так, к примеру, [Майерс и Маджлаф \[Myers, Majluf, 1984\]](#), полагают, что распределение капитала более эффективно при участии внутренних рынков капитала в связи с асимметрией информации. Либискинд ссылается на [Хендерсон \[Henderson, 1970, 1979\]](#), выступающего за то, что внутренние рынки капитала оберегают бизнес от иррационального истощения капитала в связи с цикличностью и быстротечной сменой инвестиционных настроений. Все вместе эти аргументы предполагают, что внутренние рынки капитала должны быть созданы и повышать стоимость диверсифицированной фирмы по сравнению с фирмой, сфокусированной на одном виде бизнеса.

Тогда, возникает вопрос: происходит ли в действительности создание активных внутренних рынков капитала в рамках диверсифицированных компаний? Являются ли они эффективными? Попытаемся ответить на эти вопросы.

## 2. Активность внутренних рынков капитала

Активность функционирования внутренних рынков капитала предполагает, что посредством внутренних рынков капитала происходит перераспределение средств между подразделениями компании. Иными словами, если денежные потоки одного подразделения влияют на объем инвестиций другого подразделения при условии, что инвестиционные возможности и денежные потоки последнего фиксируются на каком-то заданном уровне, то можно говорить об активности внутренних рынков капитала компании [Stein, 2003].

Существует достаточно большое количество работ, поднимающих данный вопрос.

В первую очередь следует отметить исследование [Ламонт \[Lamont, 1997\]](#). Автор проверяет две гипотезы: 1) снижение денежных потоков влияет на снижение объема инвестиций; 2) финансовые издержки различных подразделений одной и той же корпорации взаимосвязаны. Для проверки гипотез Ламонт использует данные по 26 диверсифицированным компаниям, в рамках которых присутствуют сегменты, как связанные с добычей нефти, так и не имеющие к этому отношения (то есть те сегменты, для которых размер прибыли не коррелирован (положительно) с динамикой цен на нефть). Для проверки гипотез автор опирается на изменения в денежных потоках и объемах инвестиций, произошедших в связи с нефтяным шоком 1986 года, повлекшего за собой 50-процентное падение цен на нефть. Полученные результаты подтверждают гипотезы и свидетельствуют о том, что нефтяные компании существенно снизили инвестиции по сравнению с медианным значением по отрасли, причем снижение инвестиций 1986 года происходило в сегментах компании, как связанных, так и не связанных с нефтью. Это свидетельствует о взаимосвязанности различных сегментов компании и указывает на активное перераспределение финансовых ресурсов внутри корпорации, а, следовательно, и активные внутренние рынки капитала. В качестве уязвимого места исследования, проведенного Ламонт, можно назвать относительно скромные размеры выборки, хотя результаты и получились значимыми.

[Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#) находят подтверждение факта, что в промышленных диверсифицированных компаниях денежные потоки одного подразделения влияют на инвестиции, сделанные в не связанное подразделение. Однако авторы не исключают возможности, что данные схемы выстроены не таким образом, чтобы сделать перемещения капитала эффективными, а скорее отражают «бюрократическую негибкость», при которой капитал перераспределяется

неэффективно, и подстройка схем под ситуации происходит чрезвычайно медленно.

Авторы используют данные COMPUSTAT о фирмах, предоставляющих информацию по сегментам с 1980 по 1992 гг. На основании этой информации они получают два результата, свидетельствующие о том, что внутренние рынки капитала активны (хотя и в меньшей степени, чем ожидали авторы). Во-первых, инвестиции сегмента диверсифицированной фирмы значительно зависят от денежных потоков других сегментов фирмы. Хотя при этом авторы отмечают, что снижение собственных денежных потоков на один доллар имеет в шесть раз более значимое влияние на инвестиционные решения фирмы, чем аналогичное однодолларовое сокращение денежных потоков другого сегмента. Во-вторых, инвестиции сегментов в высоко диверсифицированных компаниях в меньшей степени зависят от собственных денежных потоков, нежели в независимых фирмах.

Также авторы ставят вопрос об эффективности внутреннего рынка капитала, который будет рассмотрен далее.

Еще одно исследование, затрагивающее проблему активности внутренних рынков капитала, – это статья [Хьюстон, Джеймс и Маркус \[Houston, James, Marcus, 1997\]](#). Они исследуют активность внутренних рынков капитала в банковском секторе, тестируя чувствительность роста займов среди дочерних компаний холдингов. Авторы основывают свое исследование на литературе, изучающей корреляцию между инвестициями и денежными потоками, ссылаясь, к примеру, на [Фаззари, Хаббард и Петерсен \[Fazzari, Hubbard, Petersen, 1998\]](#). Положительная корреляция между денежными потоками и инвестициями свидетельствует о том, что инвестиции фирмы зависят от доступности внутреннего капитала, что в свою очередь предполагает присутствие существенных отклонений в процессе распределения капитала, а также и то, что привлечение внешнего капитала обходится дороже. Авторы приходят к выводу, что кредитование, осуществляемое дочерними компаниями банковских холдингов, в большей степени привязано к общим по корпорации денежным потокам, ликвидности и капиталу, чем к собственным характеристикам. Таким образом, также можно сделать вывод о том, что внутренние рынки капитала активны.

[Готье и Хамади \[Gautier, Hamadi, 2005\]](#), используя данные по бельгийским холдингам, пытаются ответить на два вопроса. Во-первых, их интересует, действительно ли бельгийские холдинговые компании используют внутренний рынок капитала, чтобы перераспределить финансовые ресурсы между дочерними компаниями. Во-вторых, авторы пытаются определить, эффективны ли внутренние рынки капитала. Второй вопрос, поднимаемый авторами, будет рассмотрен в следующей части. Первая же проблема разрешается следующим образом: авторы проверяют, являются ли денежные потоки группы определяющим фактором при принятии решений об инвестиционных расходах участников группы. Ответ на вопрос (являются ли внутренние рынки капитала активными) будет утвердительным лишь в том случае, когда дочерняя компания холдинга аффилирована с координационным центром, основной функцией которого является финансирование инвестиций членов группы. Таким образом, авторы говорят о том, что поскольку и собственные денежные потоки, и денежные потоки группы по результатам эмпирической проверки являются детерминантами инвестиций, то из этого следует, что бельгийские холдинги успешно перемещают ресурсы между дочерними компаниям. Однако не все холдинги управляют внутренними рынками капитала, поскольку чувствительность инвестиций к денежным потокам группы существует лишь тогда, когда дочерние компании аффилированы с координационным центром.

В исследовании [Готье и Хамади \[Gautier, Hamadi, 2005\]](#) также приводится ссылка на работы [Праэт \[Praet, 2002\]](#) и [Делуф \[Deloof, 1998\]](#). Праэт приходит к выводу, что инвестиции дочерней компании холдинга в меньшей степени зависят от собственных денежных потоков, как и ожидается, когда создается внутренний рынок капитала, что подтверждает активность внутренних рынков капитала. Делуф также говорит об активных внутренних рынках капитала в бельгийских холдингах: холдинг успешно перераспределяет ресурсы между дочерними компаниями. Недостаток работ заключается в том, что инструменты перемещения капитала четко не определены и непонятно, нацелены ли они на увеличение стоимости. Однако в контексте рассмотрения самого факта активности внутренних рынков капитала это не так важно.

Таким образом, мы привели некоторые примеры исследований, в которых поднималась проблема активности внутренних рынков и был получен утвердительный ответ. Однако традиционно гораздо больший интерес авторов вызывает разрешение вопроса об эффективности работы внутренних рынков капитала. Естественно, при проверке гипотезы эффективности, автоматически предполагается, что внутренний рынок капитала активен. Далее рассмотрим, какие проблемы исследуются в контексте эффективности.

### 3. Эффективность внутренних рынков капитала

Успешность деятельности диверсифицированной компании можно определить, сравнив ее стоимость со стоимостью набора аналогичных односегментных фирм. Существует ряд работ, обнаруживающих тот факт, что диверсификация может снижать стоимость. К основным работам, авторы которых обнаруживают конгломератный дисконт, можно отнести исследования [Лэнг и Шульц \[Lang, Stulz, 1994\]](#), [Бергер и Офек \[Berger, Ofek, 1995\]](#). Авторы приходят к выводу, что типичный конгломерат (диверсифицированная фирма) недооценен и продается с дисконтом по сравнению с набором аналогичных односегментных фирм.

Одно из наиболее распространенных объяснений конгломератного дисконта, или «скидки за диверсификацию» – неэффективное распределение инвестируемого капитала между подразделениями диверсифицированной компании [\[Stein, 2003\]](#), т.е. существование недостаточно эффективных внутренних рынков капитала. Данная логика находит как сторонников, так и противников. Так, например, [Ламонт \[Lamont, 1997\]](#), [Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#) и другие поддерживают эту идею. Напротив, [Витед \[Whited, 2001\]](#), [Шевалье \[Chevalier, 2004\]](#) полагают, что ошибки измерения при формировании прокси для инвестиционных возможностей, а также проблемы эндогенности обесценивают подобные теоретические и эмпирические исследования.

Так или иначе, если использовать данную логику, то можно заключить, что эффективность внутренних рынков капитала присутствует тогда, когда наблюдается обратное явление: благодаря внутренним рынкам капитала происходит *увеличение* стоимости компании. Однако тогда сразу же возникает ряд вопросов, требующих ответа. И первый из этих вопросов – как можно измерить эффективность внутренних рынков капитала, какие величины и параметры нужно использовать, какие проблемы существуют? Рассмотрим это далее.

#### 3.1. Измерение эффективности внутренних рынков капитала

Многочисленные авторы связывают измерение эффективности внутренних рынков капитала с оценкой показателей эффективности, с эти показатели, в свою



очередь – с инвестиционными возможностями фирмы – ненаблюдаемой величиной, требующей прокси. Традиционно, большинство авторов, так или иначе, опирается на показатель Q-Тобина как на прокси для измерения инвестиционных возможностей фирмы. Сегменты с высоким значением Q-Тобина рассматриваются как сегменты с высокими инвестиционными возможностями, и наоборот, сегменты с низким значением Q-Тобина рассматриваются как сегменты с низкими инвестиционными возможностями. Возникает вопрос: как определить, какое значение Q можно рассматривать как высокое? Один из возможных ответов предлагают [Эн, Дениз \[Ahn, Denis, 2004\]](#). Они используют медианное значение Q-Тобина для независимых фирм, занимающихся одним видом деятельности и оперирующих в одной и той же отрасли согласно трехзначному коду SIC в качестве прокси для Q-Тобина отдельного сегмента диверсифицированной фирмы. Метод расчета Q позаимствован из работы [Бадринат, Левеллен \[Badrinath, Lewellen, 1997\]](#). Сегменты с высоким Q – это те сегменты, для которых значение Q по данному сегменту выше, чем взвешенное по выручке среднее значение Q всех сегментов фирмы. Аналогично, сегменты с низким Q – это те сегменты, для которых значение Q по данному сегменту ниже или равно взвешенному по выручке среднему значению Q всех сегментов компании.

Необходимо заметить, что Q-Тобина, несмотря на популярность среди многих исследователей, часто подвергается критике. К примеру, [Эриксон и Вител \[Erickson, Whited, 2000\]](#), [Вител \[Whited, 2001\]](#) считают Q-Тобина низкокачественной прокси в связи с ошибками измерения. Они обнаруживают, что реальные изменения инвестиционных возможностей лишь на 20-40% описываются вариацией наблюдаемой Q-Тобина. [Максимович и Филлипс \[Maksimovic, Phillips, 2002\]](#) отмечают, что если фирма является частью конгломерата, то производительность ее активов зависит от общих активов конгломерата, и в таком случае медианное значение отраслевого Q будет плохим измерителем инвестиционных возможностей данной фирмы, поскольку нельзя рассматривать с одинаковой позиции независимые односегментные фирмы и сегменты диверсифицированных компаний.

Однако несмотря на критику, будем учитывать, что Q-Тобина все же пока остается основной прокси для оценки инвестиционных возможностей и на основании данного показателя строятся и проверяются многие гипотезы эффективности инвестиционных решений внутри диверсифицированной компании.

Рассмотрим более детально возможные способы измерения эффективности инвестиционных решений и внутренних рынков капитала. [Колак и Вител \[Colak, Whited, 2006\]](#) выделяют три возможных группы способов измерения эффективности инвестиционных решений.

Первая группа включает показатели, основанные на коэффициентах регрессий, в которых зависимой переменной выступают инвестиции, а независимыми – денежные потоки и коэффициент Q-Тобина.

Вторая группа – это показатели, основанные на корреляции между инвестициями и инвестиционными возможностями подразделений диверсифицированных компаний.

Третья группа включает в себя показатели, характеризующие «избыточную стоимость» диверсифицированной компании по сравнению с портфелем, составленным из односегментных фирм.

Остановимся подробнее на *первой группе* измерителей эффективности инвестирования. В этой группе, как уже было отмечено ранее, используются Q-Тобина и денежные потоки.

Первый из показателей – чувствительность инвестиций сегмента к медианному значению Q-Тобина односегментных фирм, работающих в той же отрасли, что и рассматриваемый сегмент диверсифицированной компании – был использован [Шарфштайн \[Scharfstein, 1998\]](#) еще в 1998 г. Также его использовали в своих исследованиях [Гертнер, Пауэрс и Шарфштайн \[Gertner, Powers, Scharfstein, 2002\]](#), [Эн, Дениз \[Ahn, Denis, 2004\]](#). Идея показателя заключается в том, что чем эффективней фирма, тем больше ее инвестиционные решения должны реагировать на изменения инвестиционных возможностей.

Если внутренние рынки капитала эффективны настолько же, насколько эффективны внешние рынки капитала то предполагается, что будет наблюдаться одинаковое соотношение между инвестициям и Q-Тобина как для сегментов конгломерата, так и для односегментных фирм.

Для получения ответа на вопрос об эффективности оценивается регрессия следующего вида:

$$(1) \quad I_j = Z_j \gamma + q_j \beta + \zeta_j$$

где:

$I$  – инвестиции фирмы;

$q$  – предельный Q-Тобина\*;

$Z$  – вектор экзогенных объясняющих переменных [\[Maksimovic, Phillips, 2006\]](#).

Для односегментных фирм в качестве прокси для предельного Q-Тобина используется среднее значение Q-Тобина фирмы. В случае рассмотрения сегмента диверсифицированной компании нет возможности напрямую наблюдать среднее значение Q по сегменту, и поэтому обычно используют среднее или медианное значение односегментных фирм, оперирующих в той же отрасли, что и j-ый сегмент диверсифицированной компании. Если коэффициент  $\beta$  будет выше для односегментных фирм, то это будет означать, что сегменты диверсифицированных компаний не так хорошо реагируют на изменения инвестиционных возможностей.

Вторая мера эффективности, основанная на использовании регрессий – чувствительность инвестиций данного сегмента диверсифицированной компании к денежным потокам других сегментов. [Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#) говорят о том, что если внутренний рынок капитала компании эффективен, то денежные потоки компании в целом должны оказывать большее влияние на инвестиции отдельного сегмента, чем собственные денежные потоки. В этом случае регрессия приобретает несколько иной вид: теперь инвестиции зависят не только от Q-Тобина, но и от денежных потоков, как собственных, так и суммарных по компании (за исключением данного сегмента), причем коэффициент при последних должен быть больше.

В качестве примера можно привести регрессию, оцененную в исследовании [Готье и Хамади \[Gautier, Hamadi, 2005\]](#). Эффективность внутреннего рынка капитала для авторов означает, что ресурсы холдинга инвестируются в самые прибыльные направления бизнеса. Для проверки двух гипотез (1. активность внутренних рынков капитала 2. эффективность внутренних рынков капитала) Готье и Хамади строят регрессию следующего вида:

$$(2) \quad \frac{I_{ik}(t)}{TA_i(t)} = \alpha_1 \frac{CF_{ik}(t)}{TA_i(t)} + \alpha_2 \sum_{j \neq i \in K} \frac{CF_j(t)}{TA_i(t)} + \alpha_3 \theta_{ik}(t) + \alpha_4 \theta_K(t) + \alpha_5 \log TA_K(t) + \eta_K + \varepsilon_{ik}(t)$$

где:

\* Предельный Q-Тобина рассчитывается как отношение инвестиционных возможностей к стоимости требуемых инвестиций [Maksimovic, Phillips, 2006]

$\frac{I_{iK}(t)}{TA_i(t)}$  – инвестиции в капитальные активы дочерней компании  $i$  холдинга

$K$  в году  $t$ , деленные на общую величину активов дочерней компании  $i$  в году  $t$ .

$\frac{CF_{iK}(t)}{TA_i(t)}$  – денежные потоки дочерней компании  $i$  холдинга  $K$  в году  $t$ ,

деленные на общую величину активов дочерней компании  $i$  в году  $t$ .

$\sum_{j \neq i \in K} \frac{CF_j(t)}{TA_i(t)}$  – суммарные денежные потоки дочерних компаний  $j \neq i$  холдинга

$K$  в году  $t$ , взвешенные по общей величине активов дочерней компании  $i$  в году  $t$ .

$\theta_{iK}(t)$  – мера инвестиционных возможностей дочерней компании  $i$  в году  $t$ .

Авторы используют величину отдачи на активы (Return on assets – ROA) для аппроксимации инвестиционных возможностей дочерней компании  $i$ .

$\theta_K(t)$  – мера инвестиционных возможностей холдинга  $K$  за пределами дочерней компании  $i$  в году  $t$ . Для аппроксимации используется наибольшее значение ROA по дочерней компании  $j \neq i$  холдинга  $K$ . Наибольшее значение ROA иллюстрирует наилучшее использования ресурсов внутри холдинга без учета дочерней компании  $i$ .

$\log TA_K(t)$  – логарифм суммарных активов дочерних компаний  $j$  холдинга  $K$ .

Это прокси для размера холдинга. Используется как контролирующая переменная.

$\eta_K$  – специфичный для компании эффект (ненаблюдаемый эффект)

$\varepsilon_{iK}(t)$  – случайная ошибка.

Основное отличие от [Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#) заключается в том, что последние оценивают инвестиционные возможности через рост выручки и Q-Тобина по сегментам. Готье и Хамади же используют ROA в связи с недостатком данных для расчета Q-Тобина.

Логика измерения активности внутреннего рынка капитала такова: если холдинги управляют внутренним рынком капитала, то инвестиции дочерней компании  $i$  должны зависеть от собственных денежных потоков и денежных потоков других дочерних компаний. В таком случае положительное значение коэффициента  $\alpha_2$  будет означать, что в бельгийских холдингах внутренний рынок капитала активен. Если же холдинг не перераспределяет ресурсы между подразделениями, то инвестиции дочерней компании  $i$  не будут зависеть от денежных потоков других дочерних компаний и  $\alpha_2 = 0$ .

Эффективность внутреннего рынка капитала означает, что: а) инвестиции дочерней компании должны зависеть от объема общих ресурсов, доступных холдингу; б) рост инвестиционных возможностей дочерней компании  $i$  должен привести к увеличению инвестиций  $I_{iK}$  и снижению инвестиций  $I_{jK}$ ,  $j \neq i$ . Таким образом, эффективность характеризуется выполнением следующих условий:

–  $\alpha_1 > 0$ ,  $\alpha_2 > 0$ ,  $\alpha_1 = \alpha_2$ .

–  $\alpha_3 > 0$ ,  $\alpha_4 < 0$ .

Если фирма *финансово ограничена* (т.е. у нее нет свободных денежных потоков), то холдинг не может финансировать все проекты. Тогда менеджмент вынужден выбирать, как распределить ресурсы. Ресурсы будут распределены эффективно, если размер инвестиций определяется только возможностями дочерних компаний (организован процесс «выбора победителей», который будет рассмотрен далее более подробно). Если же холдинг располагает свободными денежными потоками и может финансировать все проекты, то будут наблюдаться  $\alpha_3 = 0$ ,  $\alpha_4 = 0$ .



**Вторая группа** измерителей эффективности инвестиций в рамках диверсифицированных компаний основывается на взаимосвязи инвестиций и инвестиционной эффективности по подразделениям диверсифицированной компании. Чем сильнее взаимосвязь, тем эффективней становятся инвестиции внутри компании.

Существует несколько показателей, выявляющих относительную эффективность инвестирования, а, следовательно, и внутренних рынков капитала.

Первый из них – это показатель относительного инвестирования (Relative Investment Ratio – RINV). [Эн, Дениз \[Ahn, Denis, 2004\]](#) определяют RINV как взвешенную по выручке величину инвестиций, скорректированных на отрасль и компанию, в сегменты с высоким Q за вычетом взвешенной по выручке величины инвестиций, скорректированных на отрасль и компанию в сегменты с низким Q.

$$(3) \quad RINV = \frac{\sum_{j=1}^k S_j \left( \frac{I_j}{S_j} - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) - \sum_{j=1}^n w_j \left( \frac{I_j}{S_j} - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) - \sum_{j=n-k+1}^n S_j \left( \frac{I_j}{S_j} - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) - \sum_{j=1}^n w_j \left( \frac{I_j}{S_j} - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right)}{TS}$$

где:

$S_j$  – выручка сегмента j;

$w_j$  – выручка сегмента j, деленная на общую выручку фирмы;

$I_j$  – капитальные инвестиции сегмента j;

$\left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss}$  – показатель отношения инвестиций к выручке для медианной

независимой односегментной фирмы, оперирующей в той же отрасли согласно трехзначному коду SIC, что и сегмент j;

$TS$  – общая выручка компании.

Для  $j=1, \dots, k$  сегментов фирмы отраслевое медианное значение Q больше, чем среднее Q компании, взвешенное по выручке. Для  $j=(n-k+1), \dots, n$  сегментов фирмы отраслевое медианное значение Q меньше, чем среднее Q компании, взвешенное по выручке. Чтобы данное выражение было проще понять, рассмотрим его отдельные составляющие.

$\left( \frac{I_j}{S_j} \right) - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss}$  – это скорректированное на отрасль отношение инвестиций к

выручке.

Тогда  $\left( \frac{I_j}{S_j} \right) - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left( \frac{I_j}{S_j} - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right)$  – это скорректированное на отрасль и

компанию отношение инвестиций к выручке.

Следующий показатель – RVA (относительная добавленная за счет перераспределения ресурсов стоимость). Авторы берут инвестиции сегмента фирмы и инвестиции, скорректированные на отрасль по данному сегменту, и взвешивают их по разнице между медианным значением Q-Тобина по отрасли, к которой принадлежит данный сегмент, и взвешенному по выручке значению Q для фирмы в целом. Более формально RVA рассчитывается по следующей формуле:

$$(4) \quad RVA = \frac{\sum_{j=1}^n S_j (q_j - \bar{q}) \left( \frac{I_j}{S_j} - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) - \sum_{j=1}^n w_j \left( \frac{I_j}{S_j} - \left( \frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right)}{TS}$$

где:

$q_j$  – это медианное значение Q-Тобина для односегментной фирмы, оперирующей в той же области (согласно трехзначному коду SIC), что и сегмент j;

$\bar{q}$  – взвешенное по выручке среднее значение Q-Тобина фирмы.

Если медианное значение Q по отрасли является хорошим прокси для предельного Q инвестиций сегмента, то RVA может рассматриваться как общая стоимость, добавленная в процессе распределения инвестиций. По большому счету, RVA представляет собой ковариацию между медианным значением Q по отрасли и скорректированными на отрасль инвестициями отдельного сегмента.

Существует еще один вариант построения показателей RINV и RVA, аналогичный данному, с той только разницей, что вместо выручки используются активы. Такая версия приводится в работе [Раджан, Серваес и Зингалес \[Rajan, Servaes, Zingales, 2000\]](#), которые и являются авторами показателя RVA. Кроме того, они также строят показатель *абсолютной добавленной стоимости* за счет перераспределения ресурсов (Absolute Value Added – AVA), по технологии расчета несколько отличающийся от RVA:

$$(5) \quad AVA = \frac{\sum_{j=1}^n BA_j(q_j - 1) \left( \frac{I_j}{BA_j} - \left( \frac{I}{BA} \right)_j^{ss} \right)}{BA}$$

где:

$BA_j$  – балансовая стоимость активов сегмента j;

$BA$  – балансовая стоимость всех активов компании.

Положительное значение RINV и RVA свидетельствует о том, что фирма больше инвестирует в сегменты с высоким Q-Тобина, нежели в сегменты с низким Q-Тобина. В свою очередь, это будет свидетельствовать о том, что внутренние рынки капитала эффективно справляются со своей задачей и перераспределяют ресурсы на наиболее перспективные направления.

И, наконец, **третья группа** измерителей эффективности включает в себя показатели *избыточной стоимости*. Строго говоря, показатель избыточной стоимости напрямую не связан с эффективностью внутреннего рынка капитала, поскольку измеряет скорее эффективность диверсифицированной компании по сравнению с портфелем, составленным из односегментных фирм, работающих в тех же отраслях, что и сегменты диверсифицированной компании. Однако, с другой стороны, целесообразно упомянуть данный показатель в связи с тем, что в контексте влияния эффективных внутренних рынков капитала на увеличение стоимости компании он актуален. Избыточная стоимость рассчитывается как разность между отношением рыночной стоимости диверсифицированной фирмы к ее выручке и суммой отношений рыночной стоимости к выручке фирм, аналогичных отдельным сегментам диверсифицированных компаний, взвешенных по доле выручке каждого сегмента компании в общей выручке. Формула расчета приведена ниже:

$$(6) \quad ExV = \left( \frac{V}{S} \right)_i - \sum_{j=1}^n w_j \left( \frac{V}{S} \right)_j^{ss}$$

где:

$w_j$  – доля выручки сегмента j в общей выручке компании;

$\left( \frac{V}{S} \right)_i$  – отношение рыночной стоимости конгломерата к выручке;

$\left( \frac{V}{S} \right)_j^{ss}$  – медианное значение отношения рыночной стоимости к выручке

медианной односегментной фирмы, работающей в той же отрасли, что и сегмент j диверсифицированной компании.

Таким образом, мы рассмотрели, какой инструментарий может использоваться для определения, являются ли внутренние рынки капитала

эффективными. Следующий шаг – проанализировать, какие теоретические и эмпирические исследования существуют, подтверждают они или нет гипотезу эффективного рынка капитала, в чем заключаются возможные причины неэффективности и при каких условиях внутренние рынки капитала могут быть эффективны.

### 3.2. Исследования, выступающие за эффективность внутренних рынков капитала

Существует ряд исследований, как более ранних ([Алчиан \[Alchian, 1969\]](#), [Вильямсон \[Williamson, 1975\]](#)), так и более поздних ([Гертнер, Шарфштайн и Штайн \[Gertner, Scharfstein и Stein, 1994\]](#), [Штайн \[Stein, 1997\]](#)), авторы которых выступают за относительную эффективность внутренних рынков капитала при распределении ресурсов между подразделениями диверсифицированной компании по сравнению с внешними рынками капитала. Это связано с тем, что головной офис лучше осведомлен об инвестиционных возможностях, чем внешние поставщики капитала. В результате благодаря более эффективным процедурам бюджетирования капитала конгломераты способны создавать дополнительную стоимость. Однако необходимо учитывать, что существует ряд условий, которые должны выполняться, чтобы внутренние рынки капитала были эффективны.

Так, например, [Штайн \[Stein, 1997\]](#) строит теоретическую модель процесса создания стоимости внутренним рынком капитала диверсифицированной компании и оптимального размера такого рынка. Автор вводит ряд важных предпосылок в модель. Во-первых, он предполагает, что менеджеры проектов получают частные выгоды от управления своими проектами, причем выгоды от лучших проектов больше. Эти выгоды стимулируют менеджеров переоценивать возможности своих проектов. Во-вторых, материнская компания имеет возможность контролировать наблюдаемые проекты. Это означает, что она может перемещать средства от одного проекта к другому, а также присваивать некоторую долю частных выгод менеджеров отдельных проектов. Цена такого присвоения – снижение стимулов менеджеров. С другой стороны, для материнской компании – это своеобразный стимул к перемещению капитала в лучшие подразделения (проекты). И, наконец, еще одна важная предпосылка заключается в том, что по мере увеличения числа проектов, за которыми наблюдает материнская компания, качество контроля снижается.

Внутренние рынки капитала будут эффективны, когда головной офис при решении об инвестировании «выбирает победителей» (процесс «winner-picking») – лучшие проекты. При этом материнская компания должна основываться не только на соотношении риск-доходность проекта, но и показателях других проектов холдинга. Однако авторы указывают и на то, что возможна ситуация, когда несовершенства рынка капитала, приводят к тому, что в процессе «выбора победителей» конгломераты находят более оптимальным распределить ограниченные средства на внутренние заурядные проекты, чем вложить деньги в более высокоэффективные проекты обособленных фирм. Следовательно, может снизиться эффективность распределения ресурсов даже при наличии эффективных внутренних рынков капитала. Это связано с тем, что наличие конгломератов затрудняет привлечение капитала обособленными фирмами. Кроме того, функция «отбора победителей» будет выполняться лучше, если компания работает в связанных линиях бизнеса.

Таким образом, очевидно, что даже несмотря на то, что существует ряд работ, авторы которых изначально рассматривают внутренние рынки капитала, как явление, приносящее пользу, потенциально повышающее инвестиционную

эффективность и увеличивающую стоимость компании, все-таки подтверждение реальной эффективности зависит от наличия определенных предпосылок о форме и условиях организации внутреннего рынка капитала. Значительно чаще теоретические и эмпирические исследования устанавливают неэффективность внутреннего рынка капитала, что и будет рассмотрено далее.

### 3.3. Исследования, устанавливающие неэффективность внутренних рынков капитала. Возможные причины и условия неэффективности

На сегодняшний день существует огромное количество исследований по данной проблематике. Среди наиболее известных можно привести работы [Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#), [Шарфштайн \[Scharfstein, 1998\]](#), [Раджан, Серваес и Зингалес \[Rajan, Servaes, Zingales, 2000\]](#), [Шарфштайн и Штайн \[Scharfstein, Stein, 2000\]](#). Кроме того, со ссылкой на [Либискинд \[Liebeskind, 2000\]](#) необходимо отметить более ранние исследования [Дженсен \[Jensen, 1983, 1986\]](#), посвященные проблеме неэффективного инвестирования капитала менеджерами разных уровней, а также исследования [Бергер и Офек \[Berger, Ofek, 1995\]](#), [Шлингеманн, Шульц и Воклинг \[Schlingemann, Stulz, Walkling, 1999\]](#), поднимающие проблему неэффективности внутренних рынков капитала в связи с переинвестированием или недоинвестированием. Существуют и более поздние направления работ, связанные с установлением неэффективности внутренних рынков капитала через рассмотрение процесса выделения дочерней компании из материнской или продажи части активов материнской компании. Среди исследований данной тематики можно выделить работы [Гертнер, Пауэрс и Шарфштайн \[Gertner, Powers, Scharfstein, 2002\]](#), [Дитмар и Шивдасани \[Dittmar, Shivdasani, 2003\]](#), [Барч и Нанда \[Burch, Nanda, 2003\]](#), [Эн и Дениз \[Ahn, Denis, 2004\]](#), [Колак и Витед \[Colak, Whited, 2006\]](#).

Рассмотрим некоторых из исследований, упомянутых выше, более внимательно.

[Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#) анализируют, действительно ли капитал распределяется внутри конгломерата из соображений эффективности. Внутренние рынки капитала эффективны, когда материнская компания следует процессу «выбора победителей», описанному [Штайн \[Stein, 1997\]](#).

Авторы выделяют условия, при которых внутренние рынки капитала не эффективны. Если менеджеры подразделений преследуют собственные цели и используют внутренние рынки капитала корпорации для инвестирования в проекты с отрицательной чистой приведенной стоимостью или подразделения, терпящие убытки, то они действуют во вред акционерам. Поиск ренты и внутренняя политика корпорации, таким образом, создает неэффективное распределение ресурсов и необратимые издержки. Когда менеджеры выигрывают от растраты ресурсов, они чаще управляют наиболее слабыми подразделениями. В этом случае наиболее прибыльные проекты не являются приоритетными и выгоды от наличия внутренних рынков капитала исчезают.

Авторы строят регрессию, в которой инвестиции зависят от значения Q-Тобина на основании выборки по 14 000 конгломератам за период с 1980 по 1992 гг. В результате авторы не могут заключить, что внутренние рынки капитала работают эффективно. Авторы указывают на то, что чувствительность одного сегмента к денежным потокам других сегментов не зависит от того, располагает ли сегмент лучшими инвестиционными возможностями (инвестиционные возможности оцениваются при помощи коэффициента Q-Тобина) внутри фирмы. Это предполагает, что подразделения с разными инвестиционными возможностями могут рассматриваются одинаково, когда такого быть не должно.

Основные выводы Шин и Шульц, как указывают сами авторы, согласуются с теорией «социализма» [Шарфштайн и Штайн \[Scharfstein, Stein, 1996\]](#). «Социалистическое» перекрестное субсидирование предполагает перераспределение ресурсов от более сильных и перспективных подразделений к слабым.

Еще одно подобное исследование проводит [Шарфштайн \[Scharfstein, 1998\]](#). Он приходит к выводу, что инвестиции, осуществляемые подразделениями конгломерата, менее чувствительны к Q-Тобина, чем инвестиции сфокусированных фирм. Кроме того, подразделения диверсифицированных фирм склонны больше, чем обособленные фирмы, инвестировать в отрасли с низким Q-Тобина и меньше – в отрасли с высоким Q-Тобина. Причем эта проблема особенно остро стоит в фирмах, в которых менеджменту принадлежит меньшая доля акций компании, а, следовательно, такой менеджмент располагает более низкими стимулами для достижения как можно более эффективного инвестирования.

Следующая работа, заслуживающая внимания, – это исследование [Раджан, Серваес и Зингалес \[Rajan, Servaes, Zingales, 2000\]](#). Авторы задаются вопросом неэффективного распределения капитала между подразделениями диверсифицированной компании. Модель тестируется на панельных данных по диверсифицированным компаниям США в период с 1980 по 1993 гг. Авторы приходят к выводу, что распределение капитала внутри конгломерата происходит не по принципу достижения эффективности. Если агентские конфликты на уровне менеджер-собственник не удастся устранить при помощи стимулирующих контрактов, то распределение капитала искажается, чтобы снизить конфликтность. В итоге неэффективное распределение капитала приводит к появлению конгломеративного дисконта.

Аналогично предыдущим исследователям Раджан, Серваес и Зингалес указывают на то, что конгломераты инвестируют больше, чем сфокусированные фирмы, в подразделения со слабыми инвестиционными возможностями, и особенно этот эффект проявляется для конгломератов, подразделения которых имеют очень различающиеся инвестиционные перспективы.

Таким образом, когда разнообразие ресурсов и инвестиционных возможностей возрастает, то ресурсы могут перетекать в наименее эффективные подразделения, приводя к более неэффективному инвестированию и меньшей ценности фирмы.

Общий вывод [Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#), [Шарфштайн \[Scharfstein, 1998\]](#), [Раджан, Серваес и Зингалес \[Rajan, Servaes, Zingales, 2000\]](#) заключается в том, что внутренние рынки капитала стимулируют возникновение «социалистического» перекрестного субсидирования.

Несмотря на то, что методика данных исследований подвергались критике со стороны [Витед \[Whited, 2001\]](#) и [Шевалье \[Chevalier, 2004\]](#), интерес к способам выявления эффективности или неэффективности внутренних рынков капитала, описанным в работах упомянутых выше авторов, не исчезает. Об этом свидетельствует совсем недавнее исследование [Готье и Хамади \[Gautier, Hamadi, 2005\]](#). Авторы тестируют гипотезу неэффективного перекрестного субсидирования для бельгийских холдингов на выборке, состоящей из 434 наблюдений по котируемым Бельгийским холдингам в период с 1991 по 1996 гг. по данным Национального Банка Бельгии. При проверке гипотезы они следуют логике [Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#). Согласно [Шин и Шульц \[Shin, Stulz, 1998\]](#) и [Штайн \[Stein, 1997\]](#), если холдинг организует внутренний рынок капитала, то этот рынок эффективен лишь в том случае, когда принимает решения, ориентируясь не только на риск и доходность проекта, но и на эти показатели относительно других проектов, доступных холдингу.



В бельгийских холдингах существуют значительные отклонения от принципа «выбора победителей» и не наблюдается эффективного внутреннего рынка капитала. Однако, что интересно, авторы приходят к выводу, что это, тем не менее, не означает существования перекрестного субсидирования слабых направлений за счет сильных.

Еще одной возможной причиной неэффективности внутреннего рынка капитала может стать наделение дополнительной самостоятельностью дочерних компаний. Данный вопрос поднимается [Мудамби \[Mudambi, 1999\]](#). Автор исследует проблему взаимоотношений центрального офиса и дочерних компаний международной корпорации. Он полагает, что провозглашение в качестве основной функции головного офиса в мульти-дивизиональной корпорации управление внутренним рынком капитала через перераспределение ограниченных ресурсов от слабых к стратегически важным и перспективным направлениям имеет место и для международных компаний.

Автор ставит своей целью проверить, как влияет стратегическая независимость филиала на способность головной компании контролировать ресурсы. Для этого он вводит величину  $NF$ , обозначающую чистые финансовые потоки от дочерней компании к материнской, причем  $NF$  задается как функция от следующих переменных:

$$(7) \quad NF = f(SPM_t, LA_t, SSI_t)$$

где:

$SPM_t$  – показатели деятельности дочерней компании  $t$  (Subsidiary performance measures),

$LA_t$  – локальная привлекательность дочерней компании  $t$  (Location attractiveness),

$SSI_t$  – стратегическая независимость дочерней компании  $t$  (Subsidiary strategic independence).

Мудамби формулирует две гипотезы:

$H_1$ : Материнская компания управляет внутренним рынком капитала, перераспределяя финансовые ресурсы от одной дочерней компании к другой, исходя из стратегических перспектив.

$H_2$ : Стратегическая независимость дочерней компании затрудняет работу внутреннего рынка капитала корпорации.

Автор использует выборку по дочерним компаниям не Британских международных корпораций, находящихся в Великобритании приходит к следующему выводу, связанному с работой внутреннего рынка капитала: *стратегическая независимость дочерней компании затрудняет работу внутреннего рынка капитала.*

Рассмотрим еще одну группу исследований, устанавливающих неэффективность внутренних рынков капитала. [Гертнер, Пауэрс и Шарфштайн \[Gertner, Powers, Scharfstein, 2002\]](#), [Дитмар и Шивдасани \[Dittmar, Shivdasani, 2003\]](#), [Барч и Нанда \[Burch, Nanda, 2003\]](#), [Эн и Дениз \[Ahn, Denis, 2004\]](#) фактически говорят о неэффективности внутренних рынков диверсифицированной компании, поскольку по результатам их наблюдений в результате выделения части активов из конгломерата (за счет выделений подразделений в отдельные публичные компании или продажи части активов) происходит увеличение показателей инвестиционной эффективности.

Остановимся на некоторых из этих исследований более подробно.

[Гертнер, Пауэрс и Шарфштайн \[Gertner, Powers, Scharfstein, 2002\]](#) изучают инвестиционное поведение подразделений диверсифицированных компаний до и

после выделений («spin-off»)<sup>21</sup> дочерних компаний из материнских. Таким образом, авторы преодолевают более раннюю критику, касающуюся того, что нельзя сравнивать инвестиционное поведение сегментов диверсифицированной компании и независимых фирм, действующих по одному направлению бизнеса в связи с существованием ненаблюдаемых различий между первыми и вторыми, а, следовательно, и разным инвестиционным поведением. Авторы же исследуют один и тот же бизнес, но в условиях разных режимов распределения капитала – посредством внутренних или внешних рынков капитала. Еще одна особенность исследования – техническая – заключается в том, что авторы черпают информацию не только из COMPUSTAT, поскольку не всегда присваиваемый по классификации вид сегмента соответствует реальной деятельности бизнеса. Авторы используют в качестве источника информации также годовые отчеты компании, которая подверглась выделению, поскольку в первом таком отчете после выделения содержится информация о результатах деятельности компании, пока она еще была частью материнской компании. Авторы также акцентируют внимание и на том, что на основании полученных ими результатов нельзя делать вывод о неэффективности внутреннего рынка капитала в целом. По мнению авторов, выделение – это хороший способ посмотреть на возможные сигналы неэффективности, подаваемые внутренним рынком капитала, поскольку само явление выделения, скорее всего, связано, в частности с попыткой решить проблему неэффективного распределения ресурсов и повысить эффективность инвестирования.

Авторы использовали данные по 324 выделениям с 1981 по 1996 гг. Затем выборка была урезана до 160 наблюдений. Основной вывод авторов, который можно сформулировать по результатам анализа изменений, произошедших в результате выделений, – подразделения становятся чувствительней к отраслевой мере инвестиционных возможностей  $Q$ . Кроме того, урезаются (увеличиваются) инвестиции в отраслях с низким  $q$  (высоким  $q$ ). Таким образом, до выделения наблюдалось неэффективное переинвестирование в слабые подразделения, а выделения могут улучшить распределение инвестиционных ресурсов.

[Дитмар и Шивдасани \[Dittmar, Shivdasani, 2003\]](#) рассматривают продажу части активов диверсифицированных компаний и приходят к выводу, что показатели измерения эффективности инвестиций, предложенные [Раджан, Серваес и Зингалес \[Rajan, Servaes, Zingales, 2000\]](#) (см. раздел 3.1) значительно выросли после продажи. Кроме того, снизилась величина дисконта за диверсификацию. Исходя из этого, можно предположить, что продажа части активов позволила более эффективно управлять оставшимися активами. С другой стороны, это можно связать и с изменением инвестиционных возможностей компании после продажи.

[Эн и Дениз \[Ahn, Denis, 2004\]](#) исследуют взаимосвязь между скидкой за диверсификацию и неэффективными инвестиционными решениями фирмы. Для этих целей они рассматривают изменения, произошедшие в инвестиционной политике по данным 106 выделений из материнских компаний на протяжении 1981-1996 гг. Авторы руководствуются следующей логикой: если скидка за диверсификацию частично связана с неэффективной инвестиционной политикой диверсифицированных фирм, то ожидается, что после выделения будут наблюдаться три явления. Во-первых, разделение диверсифицированной компании существенно сократит скидку за диверсификацию. Во-вторых, диверсифицированная компания повысит эффективность инвестирования после выделения. В-третьих, рост стоимости компании, последующий за выделением,

---

<sup>21</sup> Выделение из материнской компании («spin-off») – процесс, при котором материнская компания учреждает одно из подразделений как обособленную публичную компанию и делит ее акции между существующими акционерами материнской компании [Gertner, Powers, Scharfstein, 2002].

будет положительно связан с изменениями в инвестиционной эффективности. Все это будет свидетельствовать о неэффективности внутренних рынков капитал до выделения. Эн и Дениз, произведя эмпирическую проверку гипотез, подтвердили свои предположения. Как и их предшественники, занимающиеся проблемами скидок за диверсификацию, авторы обнаруживают, что до выделения фирмы, попавшие в выборку, торгуются со значительным дисконтом по сравнению с обособленными фирмами. После выделения дисконт сокращается. Чтобы определить, связано ли это с изменением инвестиционной эффективности, авторы проводят несколько тестов. Сначала они устанавливают скорректированные на отрасль уровни инвестирования по отдельным сегментам диверсифицированной компании и обнаруживают, что до выделения скорректированные на отрасль инвестиции в сегменты с высоким Q-Тобина отрицательны. Кроме того, наблюдается относительно больший объем инвестиций в сегменты с низким Q-Тобина. После выделения инвестиции в сегменты с высоким Q-Тобина значительно возросли. Показатели, измеряющие уровень инвестиционной эффективности фирмы – Относительный уровень инвестиций (RINV) и Относительная добавленная стоимость (RVA) – изменились следующим образом: до выделения наблюдались значимые отрицательные величины RINV и RVA, а после выделения они значительно возросли и стали незначительно больше нуля. Также авторами была выявлена еще одна интересная закономерность: изменения в RINV и RVA максимальны для компаний, у которых наблюдается наибольшая дисперсия в значениях Q-Тобина по сегментам (до выделения). Последующие тесты подтвердили, что данные изменения в распределении инвестиций произошли не из-за неожиданных изменений в возможностях роста, которые не фиксировались бы конкурентами, действующими самостоятельно в одном сегменте. И, наконец, авторы исследуют взаимосвязь между изменениями стоимости и инвестиционной эффективности. Проверив изменения в денежных потоках и уровне инвестиций, авторы приходят к выводу, что изменение избыточной стоимости (excess value) за период до и после выделения положительно связано с изменением RINV или RVA за тот же период. Таким образом, можно заключить, что фирмы, попавшие в выборку, неэффективно инвестируют до выделения и их инвестиции становятся более эффективными после выделения.

Существует и критика на данные исследования. Так, [Колак и Витед \[Colak, Whited, 2006\]](#), опираясь на два уязвимых места в исследовании [Эн и Дениз \[Ahn, Denis, 2004\]](#), на которые авторы сами указывают, показывают, что решения о выделении или продаже активов не обязательно приводят к улучшению эффективности инвестирования. Первое уязвимое место связано с тем, что все внимание уделяется только фирмам, производящим выделение дочерних компаний из материнских. Это может означать сосредоточение на компаниях с более тяжелой формой инвестиционной неэффективности и вызвать смещение в оценке. Второе уязвимое место заключается в том, что изменения в инвестиционных возможностях, с одной стороны, могут служить для фирмы мотивом к проведению выделения, а с другой стороны, влиять на изменения инвестиционной эффективности.

[Колак и Витед \[Colak, Whited, 2006\]](#) приходят к выводу, что компании, предпочитающие проводить выделения или продавать часть подразделений, обычно являются более крупными, более диверсифицированными и подверженными более серьезным проблемам асимметрии информации. Авторы также отмечают, что, несмотря на то, что выделения и продажа активов и улучшение инвестиционной эффективности могут наблюдаться вместе, первое не является причиной второго. Кроме того, авторы обнаруживают, что

чувствительность инвестиций к отраслевому Q-Тобина не меняется с принятием решения о выделении или продаже.

К обсуждению проблемы эффективности или неэффективности внутренних рынков капитала можно подходить и с других точек зрения. К примеру, [Готье и Хейдер \[Gautier, Heider, 2002\]](#), [Индерст и Ло \[Inderst, Laux, 2005\]](#), [Бруско и Панунци \[Brusco, Panunzi, 2005\]](#), показывают, что эффективное распределение ресурсов может ассоциироваться с дополнительными агентскими издержками. Следовательно, даже при наличии относительно эффективного внутреннего рынка капитала, диверсифицированная компания все равно может разрушать стоимость.

Таким образом, на основании рассмотренных выше работ, касающихся эффективности или, напротив, неэффективности внутренних рынков капитала, можно сформулировать основные причины и условия неэффективности внутренних рынков капитала.

Внутренний рынок капитала скорее всего неэффективен, когда:

- у различных подразделений диверсифицированной компании слишком различающиеся инвестиционные перспективы;
- существуют агентские проблемы:
  - менеджеры бизнес-единиц ведут себя рентоориентировано и «оттягивают» на свое подразделение как можно больше капитала в ущерб общей прибыли;
  - менеджеры бизнес-единиц имеют рычаги давления на CEO;
  - CEO также является агентом по отношению к собственникам, и в результате возникают дополнительные узлы агентского конфликта [\[Stein, 2003\]](#).

Также внутренний рынок капитала будет неэффективен, если на нем присутствует «социалистическое» перекрестное субсидирование (переинвестирование в подразделения с низким Q-Тобина и недоинвестирование в подразделения с высоким Q-Тобина). Штайн [\[Stein, 2003\]](#) ищет в работах различных авторов ответ на вопрос, когда скорее всего можно ожидать «социализм» при распределении ресурсов посредством внутренних рынков капитала компании, а, следовательно, и неэффективный рынок капитал. Он обнаруживает, что на уровне CEO «социализм» скорее всего будет наблюдаться в диверсифицированных компаниях, у которых доля акций, принадлежащих CEO, мала. На уровне же менеджеров подразделений социализм будет тем выше, чем меньше привязано вознаграждение менеджера к общим результатам деятельности.

Таким образом, обозначив основные проблемные области, можно попытаться сформулировать способы повышения эффективности, а также условия, при которых внутренние рынки капитала будут более эффективны.

### **3.4. Способы и условия повышения эффективности внутренних рынков капитала**

Обобщим то, что уже упоминалось выше и приведем дополнительные идеи, выдвигаемые различными авторами.

[Штайн \[Stein, 1997\]](#) приходит к выводу, что внутренние рынки капитала эффективны, когда головной офис «выбирает победителей», основываясь не только на соотношении риск-доходность проекта, но и показателях других проектов холдинга.

Помимо этого, обеспечить более эффективное функционирование внутренних рынков капитала может та диверсифицированная компания, у которой бизнес-единицы имеют не слишком различающиеся инвестиционные перспективы.

Кроме того, [Канна и Тайс \[Khanna, Tice, 2001\]](#), рассмотрев ритэйлинг, приходят к выводу, что внутренние рынки могут работать эффективней и лучше выполнять функцию по «отбору победителей», если диверсифицированная компания работает в связанных линиях бизнеса.

Также можно отметить и то, что разрешение агентского конфликта, к примеру, через привязку вознаграждения менеджера к общим результатам деятельности, может значительно повысить эффективность внутреннего рынка капитала.

[Либискинд \[Liebeskind, 2000\]](#) отмечает, что внутренние рынки капитала не следует рассматриваться как явление исключительно выгодное или затратное. Например, она поднимает вопрос о ресурсной ограниченности отдельных направлений бизнеса и говорит о том, что это является важнейшим условием, влияющим на эффективность внутренних рынков капитала.

[Биллет и Мауэр \[Billett, Mauer, 2003\]](#) обращают внимание на роль финансовых ограничений компании. Авторы демонстрируют, что при перемещении ресурсов к финансово ограниченным подразделениям с высокими инвестиционными перспективами повышается стоимость компании, а следовательно внутренние рынки капитала эффективно справляются со своей задачей.

К подобному выводу приходит и [Ховакимян \[Hovakimian, 2005\]](#). Автор исследует взаимосвязь между финансовыми ограничениями фирмы и распределением капитала в диверсифицированных фирмах. Автор проводит эмпирическую проверку внутренних рынков капитала в условиях финансовых ограничений по данным 9521 наблюдений за период с 1978 по 1997гг. Автор заключает, что финансовые ограничения играют дисциплинирующую роль для менеджеров, поскольку инвестирование становится более эффективным. Это проявляется следующим образом: сегменты финансово ограниченных диверсифицированных фирм, показывают более высокие значения темпов роста (как не скорректированные, так и скорректированные на отрасль) по сравнению с фирмами, не являющихся финансово ограниченными. Более того, наблюдается сокращение перемещения капитала от хорошо растущих сегментов к медленно растущим направлениям бизнеса, что говорит в пользу повышения эффективности работы внутреннего рынка капитала.

И, наконец, нельзя не отметить условие, при котором внутренние рынки капитала скорее всего будут эффективней, чем внешние источники финансирования. Это условие сформулировано [Штайн \[Stein, 2003\]](#) и расширяет границы проблемы эффективного функционирования внутренних рынков капитала: внутренние рынки капитала увеличивают стоимость (т.е. эффективны) в условиях недостаточно развитых внешних рынков капитала или слабой правовой среды, неадекватности формирования отчетности и раскрытия информации и т.д.

Таким образом, существуют как объективные, так и субъективные условия эффективной работы внутренних рынков капитала.

### Заключение

Проведенный обзор позволил сформулировать несколько выводов. Во-первых, многочисленные исследования подтверждают активность внутренних рынков капитала. Во-вторых, вопрос об эффективности функционирования не находит однозначного ответа в литературе. Однако множество теоретических и эмпирических исследований устанавливают неэффективность внутренних рынков капитала. Среди основных причин и условий неэффективности авторы чаще всего выделяют различающиеся инвестиционные перспективы подразделений



диверсифицированной компании, несвязанность бизнесов, агентские проблемы. Кроме того, многие авторы указывают на то, что природа неэффективности внутренних рынков капитала сходна социализму, так как происходит перераспределение средств от лучших подразделений к худшим.

И, наконец, очень важный вывод, выводящий проблему эффективности внутренних рынков капитала за пределы только лишь корпорации, формулирует [Штайн \[Stein, 2003\]](#): внутренние рынки капитала увеличивают стоимость в условиях недостаточно развитых внешних рынков капитала или слабой правовой среды, неадекватности формирования отчетности и раскрытия информации и т.д.

Штайн, таким образом, связывает проблему функционирования внутренних рынков капитала с состоянием экономики в целом. Речь идет о том, что внутренние рынки капитала с большей вероятностью могут быть эффективными в странах с развивающимися экономиками, для которых проблемы, обозначенные выше Штайном, стоят особенно остро.

Эта идея поддерживается и российскими исследователями, указывающими на то, что эффективность механизма внутреннего рынка капитала зависит от состояния реального финансового рынка. Его потенциальные положительные для диверсифицированной компании свойства имеют возможность более полноценно влиять на компанию, если внешний рынок узок, не устойчив и не обладает развитым набором инструментов привлечения капитала и полноценной аналитической базой. Если же, напротив, «внешний» рынок работает хорошо, обладает развитой инфраструктурой и устойчив, то это может способствовать преобладанию негативных качеств внутреннего рынка капитала [\[Ивашковская, Григорьева, 2007\]](#).

Таким образом, дальнейшее поле исследование может лежать в области изучения функционирования внутренних рынков капитала в странах с развивающимися экономиками, а особый интерес, разумеется, представляет российский рынок.

### Список литературы

1. Ивашковская И.В, Григорьева С.А. Стратегия диверсификации: скидки или премии? // Управление компанией. – 2007. – № 2.
2. Ahn S., Denis D.J. Internal Capital Markets and Investment Policy // Journal of Financial Economics. – 2004. – №71, pp.489 – 516.
3. Alchian A.A. Corporate Management and Property Rights // Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities. American Enterprise Institute. – 1969. – pp.337–360.
4. Badrinath S.G., Lewellen W.G., 1997. On the Measurement of Tobin's q // Journal of Financial Economics. – 2004. – №44, pp.77–122.
5. Berger P.G., Ofek E. Diversification's Effect on Firm Value // Journal of Financial Economics. – 1995. – №37, pp.39-65.
6. Billet M., Mauer D. Cross-Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value // Review of Financial Studies. – 2003. – 16, pp.1167-1201.
7. Brusco S., Panunzi F. Reallocation of Corporate Resources and Managerial Incentives in Internal Capital Markets // European Economic Review. – 2005. – Vol.49 (3), pp.659–681.
8. Burch, T. R., Nanda V. Divisional Diversity and the Conglomerate Discount: The Evidence from Spin-Offs // Journal of Financial Economics. – 2003. – №70, pp.69 – 98.

9. Chevalier J. What Do We Know About Cross-subsidization? Evidence from Merging Firms // *Advances in Economic Analysis & Policy* (The Berkeley Electronic Journal). – 2004. – Vol.4(1), Article 3.
10. Colak G., Whited T. M. Spin-offs, Divestitures and Conglomerate Investment // *The Review of Financial Studies* (Oxford Journal). RFS Advance Access. – 2006. – Режим доступа к статье: [http://webs.wichita.edu/gcolak/ColakWhited\\_RFS.pdf](http://webs.wichita.edu/gcolak/ColakWhited_RFS.pdf)
11. Deloof M. Internal Capital Market, Bank Borrowing, and Financial Constraints: Evidences from Belgian Firms, *Journal of Business, Finance and Accounting*. – 1998. – №25, pp.945-968.
12. Dittmar A., Shivdasani A. Divestitures and Divisional Investment Policies // *Journal of Finance*. – 2003. – Vol. 58, №6., pp.2711-2744.
13. Erickson T., Whited T. M. Measurement Error and the Relationship Between Investment and  $q$  // *Journal of Political Economy*. – 2000. – Vol.108, №5, pp.1027—1057.
14. Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C. Financing constraints and corporate investment // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1988. – №1. – pp.141-195.
15. Fluck Z., Lynch A.W. Why do firms merge and then divest? A theory of financial synergy // *Journal of Business*. – 1999. – №72, pp.319-346.
16. Gautier A., Hamadi M. Internal Capital Market Efficiency of Belgian Holding Companies // 2005. – Режим доступа к статье: [http://www.ires.ucl.ac.be/DP/IRES\\_DP/2004-37.pdf](http://www.ires.ucl.ac.be/DP/IRES_DP/2004-37.pdf)
17. Gautier A., Heider F. What Do Internal Capital Markets Do? Redistribution vs. Incentives // 2001. – Режим доступа к статье: [http://www.ires.ucl.ac.be/DP/IRES\\_DP/2001-15.pdf](http://www.ires.ucl.ac.be/DP/IRES_DP/2001-15.pdf)
18. Gautier A., Heider F. The Benefit and Cost of Winner-Picking: Redistribution vs. Incentives // *Working Paper*. – 2002. – Режим доступа к статье: <http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/WP/2002/pdf/wpa02015.pdf>
19. Gertner R., Powers E., Scharfstein D. Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs // *The Journal of Finance*. – 2002. – Vol. 57, №6, pp. 2479-2506.
20. Gertner R., Scharfstein D., Stein J. Internal Versus External Capital Markets // *Quarterly Journal of Economics*. – 1994. – №109, pp.1211-1230.
21. Henderson B. Henderson on Corporate Strategy // *New American Library*. – 1979. – New York.
22. Henderson B. The Product Portfolio // *Boston Consulting Group*. – 1970. – Boston, MA.
23. Houston J., James C., Marcus D. Capital Market Frictions and the Role of Internal Capital Markets in Banking // *Journal of Financial Economics*. – 1997. – №46, pp.135-164.
24. Houston J.F., James C. Do Bank Internal Capital Markets Promote Lending? // *Journal of Banking & Finance*. – 1998. – №22, pp.899-918.
25. Hovakimian G. Do Financial Constraints Affect Internal Capital Markets? // 2006. – Режим доступа к статье: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=968305](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968305)
26. Inderst R., Laux C. Incentives in Internal Capital Markets: Capital Constraints, Competition, and Investment Opportunities // *RAND Journal of Economics*. – 2005. – Vol. 36, №1, pp.215–228.
27. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review*. – 1986. – №76, pp.323-329.

28. Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems // *Journal of Finance*. – 1993. – Vol.48, №3, pp.831-880.
29. Khanna N., Tice S. The Bright Side of Internal Capital Markets // *Journal of Finance*. – 2001. – Vol.56, № pp.1489-1527.
30. Lamont O. Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets // *Journal of Finance*. – 1997. – Vol.52, №1, pp. 83–109.
31. Lang, L., Stulz R.M. Tobin's Q. Corporate Diversification and Firm Performance // *Journal of Political Economy*. – 1994. – №102, pp.1248-1280.
32. Liebeskind J.P. Internal Capital Markets: Benefits, Costs, and Organizational Arrangements // *Organization Science*. – 2000. – Vol.11, № 1, pp. 58-76.
33. Maksimovic V., Phillips G. Conglomerate firms and internal capital markets // 2006. – [http://www.smith.umd.edu/faculty/gphillips/Papers/Conglomerate\\_Chapter\\_May\\_17.pdf](http://www.smith.umd.edu/faculty/gphillips/Papers/Conglomerate_Chapter_May_17.pdf)
34. Maksimovic V., Phillips G. Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence // *Journal of Finance*. – 2002. – Vol.57, pp.721-767.
35. Mudambi R. MNE Internal Capital Markets and Subsidiary Strategic Independence // *International Business Review*. – 1999. – №8, pp.197–211.
36. Myers S., Majluf N. Financing Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // *Journal of Financial Economics*. – 1984. – №13, pp.187 – 221.
37. Praet A. The Efficiency of Security Substitution by Diversified Holding Companies in Belgium // 2002. – Режим доступа к статье: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=302302](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302302)
38. Rajan R., Servaes H., Zingales L. The Cost of Diversity: the Diversification Discount and Inefficient Investment // *Journal of Finance*. – 2000. – №55, p.35-80.
39. Scharfstein D.S. The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence From Diversified Conglomerates // NBER Working Paper 6352 (NBER, Cambridge, MA). – 1998.
40. Scharfstein D.S., Stein J. The Dark Side of Internal Capital Markets: Division Rent-seeking and Inefficient Investment // Working paper. – 1996.
41. Scharfstein D.S., Stein J. The Dark Side of Internal Capital Markets: Division Rent-seeking and Inefficient Investment // *Journal of Finance*. – 2000. – №55, pp.2537-2564.
42. Schlingemann F.P., Stulz R.M., Walking R.A. Corporate Focusing and Internal Capital Markets // Dice Center Working Paper №99-5. Режим доступа к статье: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=168048](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168048)
43. Shin H-H., Stulz R. Are Internal Capital Markets Efficient? // *Quarterly Journal of Economics*. – 1998. – Vol.113, №2, pp.531-552.
44. Stein J. Agency, Information and Corporate Investment // *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier Science B.V. – 2003. – Режим доступа к статье: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/stein/papers/handbook-chapter-2003.pdf>
45. Stein J. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources// *Journal of Finance*. – 1997. – Vol.52, №1, pp.111-133.
46. Whited T. M. Is It Inefficient Investment That Causes the Diversification Discount? // *Journal of Finance*. – 2001. – Vol.56, №5, pp. 1667-1691.
47. Williamson O. Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications: a Study in the Economics of Internal Organization // New York: Free Press. – 1975.