

# ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

## Стратегия выстраивания долговой политики российских публичных компаний

Эксперт НИИ Корпоративного и проектного управления (г. Москва).  
Аналитик Института экономических стратегий Отделения  
общественных наук Российской академии наук С.И. Луценко

**Аннотация.** Автор рассматривает особенности влияния ключевых факторов (финансовой гибкости, ликвидности и управленческой политики) на долговую стратегию финансирования российских публичных компаний. Особая роль отводится вкладу органа управления в определении долговой политики. В отличие от предыдущих исследований фокус исследования смещен в сторону совместного влияния ключевых факторов, направленных на корректировку структуры капитала в условиях непоследовательной экономической политики. Показатель управленческой политики позволяет оценить предупредительный мотив – способность компании «переключиться» на внутренние источники финансирования (сохраняя денежные ресурсы для финансирования инвестиционных проектов). Исследуется влияние гипотезы предупредительного мотива, выдвинутой Д. Кейнсом. Публичные российские компании реализуют долговую политику, направленную на использование внутренних ресурсов для финансирования инвестиционных проектов, с учетом их приоритетности. Менеджмент компаний следует логике предупредительного мотива – сберегая денежные средства и направляя их на финансирование приоритетных инвестиционных проектов.

Ключевые слова: финансовая гибкость, ликвидность, предупредительный мотив, структура капитала, внутренний рост, инвестиции, долговая политика.

DOI: 10.34705/KO.2019.95.90.005

### Strategy of forming of a debt policy of the Russian public companies

Lutsenko S.I.

**Abstract.** The author considers features influence of key factors (financial flexibility, liquidity and the management policy) on debt strategy of financing of the Russian public companies. The special role is taken away to the controls contribution to determination of a debt policy. Unlike the previous researches research focus is displaced towards joint influence of key factors on adjustment of capital structure in the conditions of inconsistent economic policy. The indicator of work of company management allows to estimate precautionary motive – the capability of the company to «be switched» to internal sources of financing (savings of money resources for financing of investment projects). The Author researches hypothesis of precautionary motive pushed by J. Keynes. The public Russian companies implement the debt policy directed on use of internal re-sources for financing of investment projects, taking into account them prioritization. Management of the companies follows logic of precautionary motive - saving up money resources and directing them on financing of priority investment projects.

Keywords: financial flexibility, liquidity, precautionary motive, capital structure, internal growth, investment, debt policy.

### Введение

Некоторые авторы рассматривают финансовую гибкость, как важную составляющую (детерминанту) при определении стратегии долгового финансирования.

В частности, Грэм и Харви [1] заключают, что руководство компаний желает поддерживать финансовую гибкость как ключевую характеристику, лежащую в основе выбора фирмами структуры

капитала. Их позицию разделяют и ряд других ученых: именно финансовая гибкость является ключевым фактором, определяющим решения, связанные с долговой политикой финансирования [2, 3, 4].

Лю и Шивдасани [5] отмечают, что финансовая гибкость позволяет фирмам корректировать

структуру капитала в ответ на новые инвестиционные возможности.

Несмотря на данную особенность, указанные авторы не рассматривают, как именно финансовая гибкость влияет на решения в области выбора структуры капитала, а также не учитывают и другие важные факторы (детерминанты).

Отметим, что финансовая гибкость – это способность компании изменять объем и структуру финансирования, а также направления вложения финансовых ресурсов, с учетом влияния внешних и внутренних факторов.

Финансовая гибкость связана с поиском более дешевого источника финансирования в ответ на неопределенность инвестиционных возможностей компании.

В свою очередь, нормальное финансовое состояние публичной компании предполагает, что ее чистые активы, стоимость которых представляет разницу между балансовой стоимостью активов и размером обязательств компании, с течением времени растут по сравнению с первоначально вложенными в акционерный капитал средствами. Уменьшение стоимости чистых активов без тенденции их увеличения свидетельствует о неудовлетворительном управлении делами компании (Постановление Конституционного Суда РФ от 18.07.2003 № 14-П).

Другими словами, одним из ключевых факторов, влияющих на стратегию долгового финансирования, является управленческая политика.

При этом хотелось бы обратить внимание на то, что недопустимо создавать «искусственную» ситуацию – видимость благополучия в компании. Например, инвестирования с целью кратковременного улучшения финансового положения (Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 15.02.2019 по делу № А40-177253/16).

На самом деле, то или иное управленческое решение должно приниматься, прежде всего, с позиции максимизации стоимости бизнеса, поскольку не только абсолютный финансовый результат функционирования предприятия (чистая прибыль), но и относительные показатели (рентабельность активов, инвестиций, собственного капитала, показатели оборачиваемости и ликвидности, операционный, финансовый и иные риски, характерные для предприятия, а также показатели динамики доли рынка) в большей или меньшей степени влияют на максимизацию стоимости бизнеса и могут рассматриваться как самостоятельные цели на определенном этапе деятельности компании (Постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 09.10.2009 по делу № А19-7868/09).

Именно неоправданно рискованные сделки и плохое управление связаны со стоимостью активов компании (Решение ЕСПЧ от 07.11.2002 по делу «Ольжак против Польши»).

Повторим, цена акции зависит от доверия акционеров к руководству. Именно акционер принимает риск обесценения акций в связи с ошибками управления (Постановление ЕСПЧ от 31.07.2014 по делу «ОАО «Нефтяная компания «Юкос» против Российской Федерации»).

Границы имущественного риска акционера определяются не номинальной стоимостью акции, а фактически понесенными акционером расходами на приобретение акций, в том числе, связанными с просчетом управленческой политики (Постановление Двадцать первого арбитражного апелляционного суда от 27.02.2019 по делу № А83-10660/2017).

Кроме того, сама модель публичной компании как специфической организационно-правовой формы коммерческой организации рассчитана на аккумуляцию значительных финансовых средств, в том числе средств физических лиц. Инвестор, вкладывая средства в капитал определенного акционерного общества, ориентируется на его инвестиционную привлекательность и, естественно, рассчитывая, что оно обеспечит сохранность вложенных средств всеми доступными, не противоречащими закону способами.

Эти гарантии (со стороны компании, а также инвестиционной политики государства) направлены на достижение таких публичных целей, как привлечение частных инвестиций в экономику: акционеры, приобретая акции, осуществляют инвестиции в акционерное общество и потому вправе ожидать от него обеспечения сохранности своих акций (Постановление Конституционного Суда РФ от 28.01.2010 № 2-П).

Еще одним важным показателем, определяющим структуру капитала компании, наряду с финансовой гибкостью и управленческой политикой, является показатель ликвидности активов.

Именно, неразумная финансовая политика руководства приводит к уменьшению ликвидных активов компании, и как следствие, снижению рыночной стоимости акций, принадлежащих акционерам (Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 27.02.2019 по делу № А41-48835/18).

Сделки по привлечению оборотного капитала в любой форме, являются обычными в хозяйственной деятельности. В противном случае компания не будет иметь возможность финансировать текущую деятельность. Привлечение денежных средств, в том числе, у акционеров, а не третьих лиц (например, кредитных учреждений), является наиболее экономически эффективным

способом пополнения оборотного капитала, что приведет к более быстрому достижению экономического эффекта в виде получения первой прибыли, так как не требует несения дополнительных расходов по получению и обслуживанию долговых обязательств (Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 26.06.2018 по делу № А49-8468/2017).

Поэтому ликвидность является также важным фактором в выстраивании долговой политики компании.

На сегодняшний день научные исследования не рассматривают в качестве других важных составляющих факторов (показателей управленческой политики, ликвидности активов, а также инвестиционных возможностей) корректировку структуры капитала, которая является ключевой в отношении выстраивания разумной стратегии долгового финансирования.

Показатель работы руководства компании (управленческой политики) позволяет оценить предупредительный мотив (*precautionary motive*)

– способности компании «переключиться» на внутренние источники финансирования (сбережение денежных средств для финансирования инвестиционных проектов, с учетом их приоритетности).

В представленной статье предлагается расширить методологию исследования, путем рассмотрения не только таких показателей, как: финансовая гибкость, прибыльность активов, Q Тобина, осязаемость активов, но других ключевых показателей влияющих на корректировку структуры капитала: ликвидность активов, инвестиции, внутренний рост (показатель управленческой политики или вклада менеджмента в рыночную стоимость компании). Благодаря данным показателям можно проанализировать влияние, в частности, ликвидности и политики менеджмента на долговую политику. Другими словами, можно выстроить долговую стратегию финансирования, с учетом неблагоприятных внешних влияний и инвестиционного потенциала публичной компании.

## Методология исследования и описание выборки

В представленных спецификациях зависимой переменной является финансовый леверидж. В качестве независимых (объясняющих) переменных были отобраны: финансовая гибкость, прибыльность активов, Q Тобина, осязаемость активов, ликвидность активов, инвестиции, внутренний рост, а также лагированный финансовый леверидж.

Для оценки влияния объясняющих переменных на структуру капитала были выбраны 24 публичные российские компании из 10 отраслей экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство солода и пива), черная и цветная металлургия, машиностроение (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей), электроэнергетика, строительство (производство общестроительных работ), тор-

говля (оптовая торговля металлами и металлическими рудами), транспорт (транспортирование по трубам, морской транспорт), телекоммуникации (услуги связи). Выборку составили публичные компании с суммарным доходом более 10 млрд. руб. (Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@). При отборе обязательным условием являлось наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны котироваться на фондовом рынке. Информация о публичных организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, привлечены данные на корпоративных сайтах. Был рассмотрен период 2014-2018 гг. Количество наблюдений для каждой компании варьируется (для одних компаний — 2014–2017 годы, для других — 2015–2018 годы), поэтому данные являются несбалансированными. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

## Прогнозные сценарии

При оценке параметров регрессий выбор зависимой переменной (финансовый леверидж), а также ряда независимых (объясняющих) переменных был заимствован у Лю и Шивдасани [5], Франка и Гойала [6], Лири и Робертса [7].

Были использованы следующие независимые переменные: финансовая гибкость, прибыльность активов, Q Тобина, осязаемость активов, ликвидность активов, инвестиции, внутренний рост, а также лагированный финансовый леверидж.

**Финансовый леверидж (Lev)** рассчитывается как отношение общей задолженности к совокупной величине активов. Данный показатель определяет политику в области структуры капитала (долговую стратегию финансирования).

**Финансовая гибкость (Flex)** определяется, как отношение денежного потока от операционной деятельности к общей величине задолженности. Представленный показатель позволяет публичным российским компаниям принимать решения при отборе инвестиционных проектов.

**Рентабельность (прибыльность) активов (ROA)**, %, определяется как отношение прибыли после налогообложения (чистой прибыли) к совокупной величине активов; показатель характеризует логику принятия решений, связанных с финансированием хозяйственной деятельности.

**Q Тобина** – показатель, который оценивает инвестиционные возможности (потенциал) компании и рассчитывается как отношение рыночной капитализации к стоимости собственного капитала по балансовой оценке.

**Осязаемость активов (PPE/A)** рассчитывается как отношение основных средств к совокупной величине активов. Он позволяет оценить уровень имущественного обеспечения компании, когда компания обращается к долговому финансированию. Показатель осязаемости активов связан с информационной асимметрией и позволяет определять цену капитала.

**Ликвидность активов (Liquid)** находится как отношение разницы текущих активов и текущих обязательств к величине совокупных активов. Данный показатель может заменить денежные средства. Он может рассматриваться как источник финансирования.

**Инвестиции (Invest)** рассчитываются как отношение величины приобретения основных средств и нематериальных активов к совокупной величине активов.

**Показатель внутреннего роста  $g$** . Этот показатель является ключевым (показатель управленческой политики). Он позволяет устранить внешние влияния (ошибочные оценки рынка, макроэкономические факторы), представляет внутреннюю часть роста стоимости компании и позволяет оценить реальный вклад менеджмента в рыночную капитализацию [8]. Рассчитывается этот показатель так:

$$g_{i,t} = \log\left(\frac{ME_{i,t}}{ME_{i,t-3}}\right) - \log(r_{i,t-3;t}),$$

где  $ME$  — рыночная капитализация;  $r$  — логарифм среднего значения доходности акций.

Российский фондовый рынок является неустойчивым, долгосрочный период рассматривается как три года и более. Данный период позволяет учесть негативные шоки (сигналы), которые могут повлиять на доходность акций. Управленческое решение должно приниматься, прежде всего, с позиции максимизации стоимости бизнеса, учитывая, что показатели, как рентабельность активов, инвестиции, финансовые риски в большей или меньшей степени влияют на максимизацию стоимости активов (Постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 09.10.2009 по делу № А19-7868/09).

Показатель внутреннего роста позволяет оценить предупредительный мотив (precautionary motive) – готовность компании «переключиться» на внутренние источники финансирования (сбережение денежных средств для последующего инвестирования).

Необходимо обратить внимание на то, что при оценке долговой политики компании (структуры капитала) важными являются показатели ликвидности и рентабельности (прибыльности) активов (Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 28.04.2010 по делу № А53-28980/2009).

Все независимые переменные являются лагированными. Лаг составляет один год.

Статистические характеристики представлены в табл. 1. В среднем: капитал российской публичной компании состоит на 54 % за счет долгового капитала и на 46 % за счет собственных капитала. Прибыль составляет 2,2 коп. на каждый рубль совокупных активов, 8 коп. инвестиций на каждый рубль совокупных активов, 7 коп. ликвидных активов на рубль совокупных активов. На каждый рубль задолженности приходится 16 копеек потока от операционной деятельности. Необходимо отметить и о хорошем инвестиционном потенциале (значение Q Тобина превышает единицу и составляет, в среднем, 1,5). Вклад менеджмента в рыночную стоимость активов ежегодно составляет около 8 процентных пунктов.

Таблица 1. Описательная статистика

Переменная	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Финансовый леве- ридж	0,544	0,222	0,02	1
Финансовая гиб- кость	0,157	1,075	-6,3	4,5
Рентабельность (прибыльность) активов	2,186	12,655	-58	28
Q Тобина	1,511	1,573	0,11	6,7
Осязаемость акти- вов	0,503	0,210	0,06	0,8
Ликвидность акти- вов	0,070	0,158	-0,26	0,5
Инвестиции	0,081	0,048	0	0,24
Показатель внут- реннего роста $g$	0,080	0,275	-0,45	0,7

### Оценка параметров и анализ моделей

Модель, описывающая влияние ключевых факторов на структуру капитала (долговую политику) публичных российских компаний:

$$(1) (Lev)_t = a_0 + a_1 (Flex)_{t-1} + a_2 (ROA)_{t-1} + a_3 (Q-Тобина)_{t-1} + a_4 (PPE / A)_{t-1} + a_5 (Liquid)_{t-1} + a_6 (Invest)_{t-1} + \varepsilon_t;$$

где  $t$  — период времени;  $a_0$  - свободный член;  $a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6$  — коэффициенты;  $\varepsilon$  — ошибка.

Для проверки правильности спецификации модели был применен тест Рамсея (на 5% уровне значимости). Его результаты показали, что уровень значимости (39,72%) превышает 5% уровень.

Для проверки гипотезы о незначимости регрессии в целом (то есть гипотезы о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных) использовали критерий Вальда, основанный на статистике  $Wald=qF$ , где  $F$  — обычная  $F$ -статистика для проверки гипотезы, а  $q$  — количество линейных ограничений на параметры модели ( $q=6$ ). Наблюдаемый уровень значимости соответствует значению 11,28, так что гипотеза о

нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных отвергается. Полученные результаты характеризуют высокую статистическую значимость оценок коэффициентов.

Тест на автокорреляцию остатков проводился с использованием критерия Дики-Фуллера. Критические оценки и тестовая статистика отклоняют нулевую гипотезу (тестовая статистика превышает критическое значение на 5% уровне значимости).

Тест на мультиколлинеарность показал, что она отсутствует.

Результаты оценки параметров модели представлены в табл. 2.

Таблица 2. Модель, описывающая влияние ключевых факторов компании на структуру капитала\*

Независимые переменные	Коэффициент	t-статистика
<i>Flex</i>	0,039	2,16
<i>ROA</i>	-0,004	-2,47
<i>Q_Тобина</i>	0,039	3,06
<i>PPE / A</i>	-0,597	-5,18
<i>Liquid</i>	-0,373	-2,64
<i>Invest</i>	1,313	2,56
Константа	0,707	10,94

\*Количество наблюдений: 86;  $R^2 = 46,14\%$ ; F-статистика = 11,28

Все ключевые факторы являются значимыми на 5%-м уровне значимости.

Положительная связь между финансовой гибкостью и долговой политикой говорит о важности данной независимой переменной и ее влиянии на корректировку структуры капитала, что корреспондирует с логикой работы Лю и Шивдасани [5].

Корректировка структуры капитала оказывает влияние на инвестиционные возможности российских публичных компаний (положительная связь между показателями Q Тобина и структурой капитала).

Финансовая гибкость позволяет влиять на структуру капитала в ответ на новые инвестиционные проекты [9], увеличивая финансовый левиредж, чтобы получить новые инвестиции.

Важным моментом является то, что российские публичные компании действуют в русле предупредительного мотива (сберегая денежные средства и направляя их в дальнейшем на финансирование приоритетных проектов). Об этом говорит отрицательная связь между прибыльностью, осязаемостью активов, ликвидностью и финансовым левиреджем.

Как было отмечено Майерсом и Мейлафом предупредительный (сберегающий) мотив может быть связан с финансовой неустойчивостью, поэтому компании сберегают больше денежных средств [10]. Согласно гипотезе предупредительного мотива, выдвинутой Кейнсом [11], для избежания непредвиденных обстоятельств, требующих внезапных трат, необходимо сформировать денежный запас.

Российские компании сталкиваются с проблемой неблагоприятного отбора (выбора наиболее

дешевого источника финансирования) и ограничением доступа к международным рынкам капитала (данное ограничение связано с экономическими санкциями в отношении ряда компаний, которые присутствуют в выборке). Поэтому, активы являются неким буфером, позволяющим смягчить негативные последствия. Кроме того, низкая информационная асимметрия позволяет компании следовать логике иерархической теории финансирования, то есть выбирать источник финансирования с учетом его стоимости [12,13]. При этом денежный поток от операционной деятельности (показатель ликвидности) позволяет компании использовать ее результаты в целях технического, технологического и организационного совершенствования производства, инвестирования в соответствующие проекты, что в конечном счете увеличивает стоимость активов (Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.07.2009 по делу № А40-60792/09-142-270).

Повторим, автор расширяет позицию Лю и Шивдасани [5], отмечая, что наряду с финансовой гибкостью, важное значение, имеет такой показатель, как ликвидность, который позволяет оценить долговую политику компании в логике предупредительного мотива.

Низкая информационная асимметрия, которая связана с имущественным обеспечением, делает привлеченный капитал менее дорогостоящим (отрицательная связь между осязаемостью активов и структурой капитала).

Компании, которые имеют преимущественно материальные активы могут использовать свое имущество в качестве залогового обеспечения, то есть, получить более легкий доступ к капита-

лу. Российские компании, выходя на рынок капитала, предоставляют полную информацию о своих материальных активах потенциальному инвестору, нивелируя информационную асимметрию [14], тем самым, снижая риски, связанные с привлечением финансирования.

Вторая модель описывает влияние политики менеджмента (показатель внутреннего роста) на структуру капитала публичных российских компаний:

$$(2) (Lev)_t = a_0 + a_1 (Lev)_{t-1} + a_2 (g)_{t-1} + \varepsilon_t.$$

Модель была также протестирована на предмет правильности спецификации, на гомоскедастичность и на наличие мультиколлинеарности. Результаты тестирования свидетельствуют о высокой статистической значимости оценок коэффициентов (5% уровень значимости).

Оценки параметров второй модели представлены в табл. 3.

**Таблица 3. Модель, описывающая влияние показателя внутреннего роста (управленческой политики) на структуру капитала компании**

Независимые переменные	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости t-статистики
$Lev_{t-1}$	1,002	25,25	0,000
$g_{t-1}$	-0,082	-2,73	0,008
Константа	0,019	0,85	0,400

\*Количество наблюдений: 86;  $R^2 = 88,56\%$ ; F-статистика = 321,27

Публичные российские компании стремятся действовать в логике предупредительного мотива (и как выше было отмечено), снижая риск своих управленческих решений (отрицательная связь показателя внутреннего роста и финансового левериджа).

Если уровень структуры капитала будет отклоняться от целевого (оптимального), менеджмент будет реагировать на подобные отклонения (положительная связь между лагированным и текущим уровнем финансового левериджа).

Положительная связь между финансовой гибкостью и долговой политикой говорит о важности данной независимой переменной и ее влиянии на корректировку структуры капитала.

Необходимо отметить, что при благоприятной экономической политике государства, корректировка структуры капитала является менее доро-

гостоящей, поскольку, компания будет иметь более свободный доступ к долговым рынкам капитала.

Автор, таким образом, попытался показать, что наряду с финансовой гибкостью, такие показатели, как ликвидность активов, инвестиции и внутренний рост позволяют российской публичной компании выстроить долговую стратегию финансирования, действуя в логике предупредительного мотива.

Благодаря данным показателям можно проанализировать влияние, в частности, ликвидности и политики менеджмента на долговую политику. Другими словами, можно выстроить долговую стратегию финансирования, с учетом неблагоприятного внешнего влияния и потенциала публичной компании.

## Выводы

В отличие от предыдущих исследований, где авторы фокусировали свое внимание на финансовой гибкости и ее влиянии на структуру капитала, автором предпринята попытка показать важность не только гибкости, но и ликвидности (поскольку, денежный поток от операционной деятельности является наиболее ликвидной формой ресурсов, которые можно использовать в качестве источника инвестиций). Кроме того, в условиях непоследовательной экономической (инвестиционной) политики, руководство россий-

ских компаний вынуждено выбирать наиболее дешевый источник финансирования инвестиций (прибыль и амортизация), следуя логике предупредительного мотива Д. Кейнса. Менеджмент может регулировать уровень риска при принятии финансовых решений (стоимость привлекаемого капитала). В свою очередь, финансовая гибкость позволяет влиять на долговую политику компании, корректируя финансовый леверидж, чтобы реализовывать новые инвестиционные проекты.

## Литература

---

1. Graham J., Harvey C. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field // Working paper. Duke University. 1999, pp. 1–47.
2. Chen T., Harford J., Lin C. (2013) Financial Flexibility and Corporate Cash Policy // Working paper. Chinese University of Hong Kong and University of Washington, 2013, pp. 1-56.
3. Denis D. Financial flexibility and corporate liquidity // Journal of Corporate Finance. 2011, vol. 17. pp. 667-674.
4. DeAngelo H., DeAngelo L. Capital structure, payout policy, and financial flexibility // Working paper. Marshall School of Business, 2007, pp. 1-24.
5. Liu T., Shivdasani A. Financial Flexibility and Capital Structure // Working paper. 2018. Pp. 1-47.
6. Frank M., Goyal V. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure // Journal of Financial Economics. 2003, vol. 67, pp. 217–248.
7. Leary M., Roberts M. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? // Journal of Finance. 2014, vol. 69, pp. 139–178.
8. Daniel K., Titman S. Market reactions to tangible and intangible information // The Journal of Finance. 2006, vol. 61, pp. 1605-1643.
9. Graham J., Harvey C. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field // Working paper. Duke University. 1999, pp. 1–47.
10. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984, vol. 13, pp. 187–221.
11. Keynes J. The General Theory of Employment, Interest and Money // London. MacMillan. 1936, pp. 403.
12. Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings // Journal of Financial Economics. 1999, vol. 52, pp. 3–46.
13. Harford J., Mansi S., Maxwell W. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US // Journal of Financial Economics. 2008, vol. 87, pp. 535–555.
14. Harris M., Raviv A. The theory of capital structure // Journal of Finance. 1991, vol. 44. pp. 297-355.