

УДК 336.647

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ

Долгих Ю.А.,

Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б.Н. Ельцина,
Екатеринбург,
email: rimdm@rambler.ru

Аннотация. Статья посвящена исследованию проблем формирования структуры капитала корпорации. Рассматриваются статические, динамические, поведенческие теории структуры капитала через призму их эволюционного развития: традиционная теория; базовая и модифицированная теории Модigliани-Миллера; компромиссная теория; теория агентских издержек; сигнальная теория; теория иерархии источников финансирования; теория мониторинговых затрат; теория информационных каскадов; теория отслеживания рынка; теория влияния личных качеств топ-менеджмента на структуру капитала корпорации. В результате исследования обозначенного теоретического базиса выделены основные факторы, определяющие структуру капитала корпорации. Сформулирован вывод о том, что наличие различных теоретических подходов, уникальность финансово-экономического состояния, неоднозначность динамики развития каждой конкретной корпорации обуславливают целесообразность использования методологии дерева решений при принятии обоснованных управленческих инициатив в процессе формирования оптимальной структуры капитала корпорации. В рамках обозначенной методологии целесообразно рассмотреть и оценить эффективность возможных вариантов решений на основе синтеза нескольких теоретических подходов в зависимости от текущей внутренней и внешней бизнес-среды.

Ключевые слова: корпорация, капитал, теории структуры капитала, факторы формирования структуры капитала.

THEORETICAL BASIS FOR THE FORMATION OF A CORPORATION'S CAPITAL STRUCTURE

Dolgikh Yu.A.,

Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin, Yekaterinburg,
email: rimdm@rambler.ru

Abstract. The article is devoted to the study of the problems of forming the capital structure of a corporation. Static, dynamic, behavioral theories of capital structure are considered through the prism of their evolutionary development: traditional theory; basic and modified Modigliani-Miller theories; compromise theory; agency cost theory; signaling theory; theory of hierarchy of funding sources; monitoring cost theory; theory of information cascades; market tracking theory; theory of the influence of personal qualities of top management on the capital structure of a corporation. As a result of the study of the theoretical basis, the main factors determining the capital structure of the corporation were identified. The conclusion is formulated that the presence of different theoretical approaches, the uniqueness of the financial and economic state, the ambiguity of the development dynamics of each specific corporation determine the advisability of using the decision tree methodology in the development and justification of management initiatives in terms of the formation of the optimal capital structure of the

corporation. Within the framework of this methodology, it is advisable to consider and evaluate the effectiveness of possible solutions based on a synthesis of several theoretical approaches depending on the current internal and external business environment.

Keywords: corporation, capital, theories of capital structure, factors in the formation of capital structure.

Формирование оптимальной структуры капитала корпорации с позиции определения наилучшего соотношения между собственными и заемными средствами — один из ключевых вопросов финансового менеджмента.

Корпорация, использующая преимущественно собственные источники финансирования, характеризуется высокой финансовой независимостью, но ограничивает темпы своего развития, так как не может в оперативном порядке обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной рыночной конъюнктуры и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал (эффект финансового рычага).

Корпорация, активно использующая заемные источники финансирования, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует риски снижения финансовой устойчивости, неплатежеспособности и банкротства [1].

На практике решения, связанные с формированием структуры капитала корпорации, принимаются под влиянием множества разнообразных объективных и субъективных факторов. Вместе с тем к настоящему времени в научной экономической литературе сложился солидный теоретический базис обозначенной проблематики. Целью данного исследования является изучение теоретических основ формирования структуры капитала корпорации.

Материал и методы исследования

Научные работы, посвященные исследованию источников финансирования компаний и оптимизации структуры капитала, начали развиваться с середины XX века. Появление и формирование соответствующих научных теорий во многом обусловлено дискуссионным обсуждением работы «Теория инвестиционной стоимости» американского экономиста Дж. Уильямса, в которой он обосновал, что стоимость тех или иных источников финансирования для компании различна, следовательно, стоимость капитала является показателем минимального уровня доходности бизнеса [2].

Дальнейшее эволюционное развитие обозначенной проблематики привело к тому, что к настоящему времени можно выделить более десятка теорий структуры капитала корпорации. Их обзор демонстрирует таблица 1.

Результаты исследования и их обсуждение

Представленные в таблице 1 теории структуры капитала условно подразделяются на статические, динамические (иерархические) и поведенческие.

В рамках статических теорий (традиционной; модифицированной теории Модильяни-Миллера; компромиссной) в качестве оптимальной позиционируется такая структура капитала, при которой рыночная стоимость корпорации принимает максимальное значение. Обосновывается целесообразность привлечения определенного объема заемных средств, обусловленная получением налоговых выгод (за счет снижения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль).

Теории структуры капитала корпорации

Основоположники теории	Ключевые положения теории	Условие оптимизации структуры капитала	Допущения
Традиционная теория			
Д. Дюран (1952) [3]	Средневзвешенная стоимость капитала корпорации зависит от его структуры; стоимость собственного капитала всегда выше стоимости заемного, в связи с чем рост доли заемных средств всегда приводит к снижению величины средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и соответственно увеличению рыночной стоимости корпорации	Минимизация величины средневзвешенной стоимости капитала и, как следствие, максимизация рыночной стоимости корпорации	Стабильность ожидаемых доходов корпорации
Базовая теория Модильяни-Миллера			
Ф. Модильяни, М. Миллер (1958) [4]	Рыночная стоимость корпорации определяется лишь совокупной стоимостью ее активов, вне зависимости от структуры ее капитала; увеличение доли заемных средств в структуре капитала не приводит к снижению величины его средневзвешенной стоимости; оптимальной структуры капитала корпорации не существует	Оптимальной структуры капитала корпорации не существует	Совершенство рынков; отсутствие корпоративных налогов; постоянство денежных потоков корпорации; отсутствие издержек банкротства; отсутствие агентских издержек; возможность заимствования на рынке под безрисковую процентную ставку
Модифицированная теория Модильяни-Миллера			
Ф. Модильяни, М. Миллер (1963) [5]	Структура капитала корпорации влияет на величину ее рыночной стоимости; использование корпорацией заемных источников финансирования позволяет ей получить экономию на уплате налога на прибыль в связи с тем, что проценты по заемным средствам выплачиваются до выплаты этого налога; увеличение доли заемных средств в структуре капитала приводит к снижению величины его средневзвешенной стоимости и, соответственно, к росту рыночной стоимости корпорации	Повышение финансового левериджа для увеличения рыночной стоимости корпорации	Совершенство рынков; постоянство денежных потоков корпорации; отсутствие издержек банкротства; отсутствие агентских издержек; возможность заимствования на рынке под безрисковую процентную ставку

продолжение табл. 1

Компромиссная теория			
А. Краус, Р. Литценберг (1973) [6]	Формируя большую долю заемного капитала, корпорация получает налоговую экономию, но вместе с тем увеличивается риск ее неплатежеспособности; необходимо находить разумный компромисс между выгодами заемного финансирования и издержками вероятного банкротства корпорации	Такое соотношение собственных и заемных средств, при котором налоговая экономия полностью покрывает издержки возможного банкротства корпорации	Наличие агентских издержек; наличие издержек вероятного банкротства корпорации
Теория агентских издержек			
М. Дженсен, У. Меклинг (1976) [7]	Деятельность акционерных компаний сопровождается наличием агентских конфликтов, которые можно разделить на два вида: конфликты между акционерами и менеджерами; конфликты между акционерами и кредиторами; оптимальная структура капитала компании достигается тогда, когда поддерживается баланс между выгодами и издержками заемного финансирования. Выгоды заемного финансирования проявляются в разрешении агентских конфликтов между менеджерами и акционерами. Издержки заемного финансирования проявляются в активизации агентских конфликтов между акционерами и кредиторами	—	Наличие агентских издержек
Сигнальная теория			
С. Росс (1977) [8], Х. Лелэнд, Д. Пайл (1977) [9], Р. Хайнфельд (1982) [10]	В условиях асимметричности информации менеджеров и инвесторов о перспективах развития корпорации структура ее капитала выступает как «передатчик» сигналов инвесторам, которые не имеют доступ к инсайдерской информации; если корпорация активно привлекает займы, то потенциальные инвесторы расценивают это обстоятельство как сигнал об ее устойчивом финансовом состоянии; если корпорация находится в финансово неустойчивом состоянии с неблагоприятным прогнозом относительно ее деятельности в будущем, то менеджеры компании будут стремиться удовлетворить потребность в финансовых ресурсах за счет дополнительной эмиссии акций (расширения круга акционеров), что позволит разделить с акционерами сумму потенциальных убытков	—	Асимметричность информации менеджеров и инвесторов
продолжение табл. 1			

Теория иерархии источников финансирования			
С. Майерс, Н. Майлуф (1984) [11], У. Краскер (1986) [12]	Обоснование управленческих решений в рамках формирования структуры капитала корпорации обусловлено иерархией источников финансирования. Приоритетом у менеджеров является использование сначала внутренних источников финансирования и только затем – внешних; при обосновании выбора между внешними источниками финансирования иерархия приоритетов менеджеров следующая (в порядке снижения приоритета): эмиссия облигаций → эмиссия конвертируемых облигаций → эмиссия привилегированных акций → эмиссия обыкновенных акций	—	Асимметричность информации менеджеров и инвесторов; Наличие у менеджеров определенной системы приоритетов в выборе источников финансирования корпорации
Теория мониторинговых затрат			
М. Дженсен (1986) [13]	Асимметричность информации между менеджерами и кредиторами обуславливает тот факт, что последние заинтересованы в максимально возможном контроле за эффективностью использования заемного капитала и гарантированным обеспечением его возврата. Издержки такого контроля (мониторинговые затраты) кредиторы возлагают на собственников корпорации посредством включения их в процентную ставку за кредит; чем выше доля заемных средств в структуре капитала корпорации, тем выше уровень мониторинговых затрат, что негативно отражается в увеличении средневзвешенной стоимости капитала и снижении рыночной стоимости корпорации; факт наличия мониторинговых затрат снижает преимущества от использования корпорацией заемных средств. Это обстоятельство необходимо учитывать при принятии управленческих решений в рамках формирования оптимальной структуры капитала корпорации	—	Асимметричность информации менеджеров и кредиторов
продолжение табл. 1			

окончание табл. 1

Теория информационных каскадов			
С. Бихчандани, Д. Хиршляйфер, И. Вэлч (1992) [14]	В вопросах формирования структуры капитала корпорации менеджеры руководствуются стадным поведением, копируя решения менеджеров других компаний отрасли; В качестве основных вариантов такого стадного поведения выступают: следование лидеру отрасли; копирование той логики формирования структуры капитала, которая наиболее популярна среди конкурентов в отрасли; выбор отраслевого медианного значения финансового левериджа	—	Иррациональность рыночного поведения экономических агентов
Теория отслеживания рынка			
М. Бейкер, Дж. Варглер (2002) [15], Д. Джентер (2005) [16]	Ключевым фактором, определяющим структуру капитала корпорации, является рыночная цена на ее акции. В течение периода максимальных рыночных котировок акций (т.е. переоценки рынком стоимости компании) она осуществляет эмиссию акций. В период недооценки рынком стоимости компании она прибегает к заемным источникам финансирования, в том числе с целью выкупа собственных акций; оптимальной структуры капитала не существует, так как управленческие решения в рамках формирования структуры капитала корпорации формируются лишь на основе информации о конъюнктуре рынка	—	Иррациональность рыночного поведения экономических агентов
Теория влияния личных качеств топ менеджмента на структуру капитала корпорации			
Д. Хэбарт (2008) [17], Х. Кронквист с соавторами (2011) [18] М. Бейкер, Дж. Варглер (2012) [19],	Персональная «толерантность» представителей топ менеджмента к долговому финансированию оказывает влияние на политику формирования структуры капитала корпорации; Чем выше уровень оптимизма и чрезмерной уверенности топ менеджеров, тем выше уровень долговой нагрузки корпорации	—	Иррациональность рыночного поведения экономических агентов

Примечание: составлено автором на основании источников [3-19].

Динамические (иерархические) теории не декларируют какое-либо детерминированное оптимальное соотношение между собственными и заемными средствами корпорации. Они расширили диапазон проблематики исследования, акцентируя внимание на изучении динамики фактической структуры капитала корпорации во времени с учетом таких факторов влияния как рыночные информационные потоки, агентские конфликты, асимметричность информации менеджеров, инвесторов и кредиторов. К динамическим теориям относятся теория агентских издержек, сигнальная теория, теория иерархии источников финансирования, теория мониторинговых затрат.

Поведенческие теории, появившиеся гораздо позже статических и динамических концепций, явились попытками научного обоснования того факта, что ни одна из концепций не нашла полного эмпирического подтверждения в реальных рыночных условиях. Отвергая гипотезу рационального поведения экономических агентов (прежде всего, менеджмента корпораций), они обосновывают определяющее влияние человеческого фактора в формировании структуры капитала корпорации. К поведенческим относятся теория информационных каскадов, теория отслеживания рынка, теория влияния личных качеств топ менеджмента на структуру капитала корпорации [20].

Таким образом, проведенный обзор эволюционного развития релевантных теоретических исследований позволил выявить факторы формирования структуры капитала корпорации (табл. 2).

Таблиц 2

Факторы, определяющие структуру капитала корпорации, с позиции исследования теоретического базиса

Теория структуры капитала корпорации	Факторы, определяющие структуру капитала корпорации
Традиционная теория	Средневзвешенная стоимость капитала корпорации (величина WACC)
Базовая теория Модильяни-Миллера	Совокупная стоимость активов корпорации
Модифицированная теория Модильяни-Миллера	Значение финансового левериджа
Компромиссная теория	Величина налогового щита (сумма экономии по уплате налога на прибыль при использовании заемных средств); величина издержек возможного банкротства корпорации
Теория агентских издержек	Агентские конфликты между акционерами и менеджерами, между акционерами и кредиторами
Сигнальная теория	Финансовое состояние корпорации, уровень рентабельности бизнеса
Теория иерархии источников финансирования	Иерархия приоритетов у менеджеров в выборе источников финансирования корпорации
Теория мониторинговых затрат	Процентные ставки по заемным средствам, компенсирующие кредиторам мониторинговые затраты
Теория информационных каскадов	Структура капитала компаний-конкурентов; медианное значение финансового рычага в отрасли
Теория отслеживания рынка	Рыночная цена на акции корпорации
Теория влияния личных качеств топ менеджмента на структуру капитала корпорации	Личные качества, паттерны поведения, уровень риска-аппетита топ менеджмента корпорации

Примечание: составлено автором

Выводы

Как показывает практика, ни одна из рассмотренных теорий не применяется в реальных компаниях в чистом виде, а финансовые менеджеры руководствуются теоретическими принципами формирования оптимальной структуры капитала лишь отчасти. Наличие различных теоретических подходов, уникальность финансово-экономического состояния, неоднозначность динамики развития каждой конкретной корпорации обуславливают целесообразность использования методологии дерева решений при разработке и обосновании управленческих инициатив в части формирования оптимальной структуры капитала корпорации. В рамках обозначенной методологии целесообразно рассматривать и оценивать эффективность возможных вариантов решений на основе синтеза нескольких теоретических подходов в зависимости от текущей внутренней и внешней бизнес-среды.

Литература

1. Долгих Ю.А., Бакунова Т.В., Трофимова Е.А., Панфилова Е.С. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / под ред. Ю. А. Долгих. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021. 118 с.
2. John Williams. The Theory of Investment Value. — Harvard University Press, 1938; 1997 reprint, Fraser Publishing. 648 p.
3. Durand D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems in measurement / Conference on research in Business Finance // National Bureau of Economic Research. N. Y. 1952. P. 215-262.
4. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. P. 261-297.
5. Modigliani F., Miller M. H. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital // American Economic Review. 1963. P. 433-443.
6. Kraus A., Litzenberger R. H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage // Journal of Finance. 1973. Vol. 33. P. 911-922.
7. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. P. 305-360.
8. Ross S.A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach // The Bell Journal of Economics. 1977. Vol. 8. № 1. P. 23-40.
9. Leland H., Pyle D. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation // The Journal of Finance. 1977. Vol. 32. № 2. P. 371-387.
10. Heinkel R. A Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information // Journal of Finance. 1982. Vol. 37. P. 1141-1150.
11. Myers S.C., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. № 13. P. 187-221.
12. Krasker W. Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information // Journal of Finance. 1986. Vol. 41. P. 93-105.
13. Jensen M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Review. 1986. Vol. 76. № 2. P. 323-329.
14. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades // Journal of Political Economy. 1992. № 100. P. 992-1026.
15. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure // Journal of Finance. 2002. № 57. P. 76-89.
16. Jenter D. Market Timing and Managerial Portfolio Decisions // Journal of Finance. 2005. № 60. P. 1903-1949.

17. Hackbarth D. Managerial Traits and Capital Structure Decisions // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2008. Vol. 43, № 4. P. 843-882.
18. Cronqvist H., Makhija A., Yonker S. Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage // Working Paper. Claremont McKenna College, 2011. 51 p.
19. Baker M., Wurgler J. Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey // Handbook of the Economics of Finance. 2012. Vol. 2, pt A. P. 351-417.
20. Решетникова Т.В., Пионткевич Н.С., Долгих Ю.А. и др. Корпоративные финансы: учебник / под общей редакцией Т. В. Решетниковой; Министерство науки и высшего образования Российской Федерации, Уральский государственный экономический университет. Екатеринбург: УрГЭУ, 2022. 676 с.