

## **Теории структуры капитала: тенденции развития и обзор современных научных исследований**

**Асоян О.А.**, аспирант Финансового университета при правительстве РФ,  
Москва, Россия

**Аннотация.** Вопрос выбора структуры капитала (СК) компаниями является одним из основных в современной теории корпоративных финансов. Опубликованы множество научных работ, однако единого мнения относительно логики формирования СК до сих пор нет. В данной статье представлены тенденции развития теорий СК и проанализированы современные зарубежные эмпирические работы. Знание актуальных тенденций будет полезно для российских исследователей при проведении собственных исследований.

**Ключевые слова:** структура капитала, детерминанты структуры капитала, теория иерархии, теория компромисса.

## **Theories of capital structure: development trends and review of modern scientific research**

**Asoyan O.A.**, Postgraduate student of Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

**Annotation.** The issue of capital structure (CS) is one of the main in the modern theory of corporate finance. Many theoretical and empirical scientific papers have been published, but there is still no consensus on the logic of the formation of the CS among the scientific world. This article presents trends in the development of theories of the CS and analyzes contemporary foreign empirical work. Knowledge of current trends will be useful for Russian researchers in conducting their own research.

**Keywords:** capital structure, determinants of capital structure, hierarchy theory, trade-off theory.

Фундаментальной работой, положившей начало развитию теорий структуры капитала, принято считать работу Модильяни и Миллера [7], в которой авторы приходят к выводу, что структура компании никак не влияет на ее стоимость. Однако позже, ослабив допущение об отсутствии налогов для участников рынка, и введя в модель корпоративную ставку налога, авторы приходят к выводу, что компании для максимизации своей стоимости должны полностью финансироваться за счет заемного капитала. Дальнейшее развитие теорий структуры капитала происходит путем ослабления допущений Модильяни и Миллера:

- процесс банкротства компаний не сопровождается какими-либо значимыми издержками;
- абсолютно вся информация на рынке полностью доступна всем участникам рынка;
- отсутствие агентских и транзакционных издержек;
- все участники рынка действуют рационально и стремятся максимизировать свою полезность.

### **Теоретические модели структуры капитала**

В ходе развития научной мысли создаются теории компромисса, теории асимметричной информации, теории корпоративного контроля, поведенческие теории, теории агентских издержек, однако особую популярность получают теории компромисса, асимметричности информации и поведенческие теории.

Теории компромисса основываются на ослаблении допущения об отсутствии издержек при банкротстве, и оптимальный уровень структуры капитала достигается на основе «компромисса» между выгодами от привлечения заемного капитала в виде налогового щита и издержек в виде потенциальных потерь при банкротстве компании. Существуют статичная и динамичная модели компромиссной теории. Статичная определяет существование оптимальной

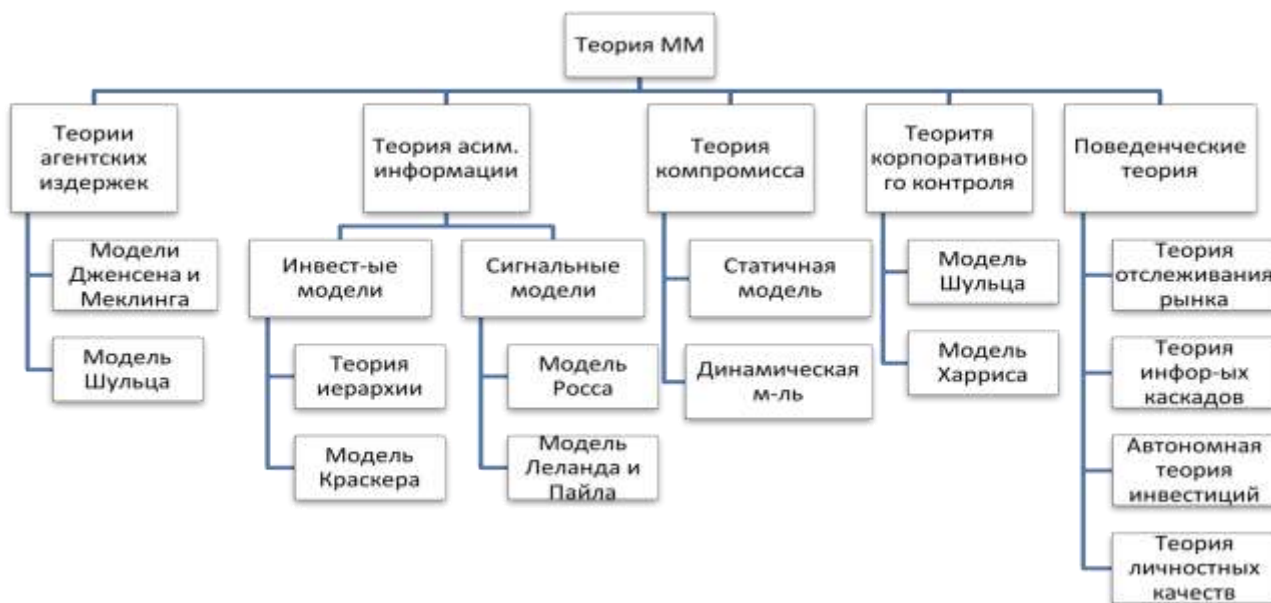
структуры капитала, однако не способна объяснить изменение структуры капитала во времени, в связи чем и была разработана динамическая модель структуры капитала. С развитием динамической теории исследователи начали изучать не только уровень оптимальной структуры капитала, но и уровень скорости приспособления, а также ее детерминанты.

Теории асимметричности информации возникают при ослаблении допущения о том, что информация на рынке доступна всем участникам. Основной и самой популярной теорией данной группы является иерархическая теория структуры капитала, разработанная Майерсом [8]. Теория иерархии гласит, что в первую очередь для финансирования будут использованы собственные средства компании, затем заемные средства и только в последнюю - средства, полученные путем дополнительной эмиссии акций. Если данная последовательность не соблюдается, то рынок рассматривает данную ситуацию как сигнал о переоценке акций компании. Идеи Майерса получили развитие в работах Краскера и Нарайяна, в которых авторы приходят к схожим выводам относительно последовательности использования источников финансирования. Данные модели принято считать инвестиционными моделями, так как менеджмент компании использует структуру компании для увеличения эффективности инвестиционных проектов. Другой подгруппой являются сигнальные модели. В данных моделях менеджмент компании использует структуру компании для подачи сигналов на рынок. К данной подгруппе относится модель Росса [10], в которой только менеджеры компании владеют точной информацией относительно истинной стоимости компании. В качестве результата Росс приходит к выводу, что менеджмент компании выпускает долговые ценные бумаги в качестве сигнала о способности компании в будущем погасить процентные выплаты. В другой модели сигнальной теории авторы приходят к выводу, что сигналом на рынок также является доля владения менеджерами акций компании – чем больше доля, тем сильнее сигнал о том, что компания ожидает высокие денежные потоки в будущем.

Поведенческие теории ослабляют предпосылку о рациональности всех

участников рынка. В 1992 году была опубликована работа [3], в которой была предложена теория информационных каскадов. Основная логика данной модели состоит в том, что люди повторяют поведение других людей. В частности, менеджеры компании стараются повторять поведение более успешных менеджеров или повторяют наиболее популярную модель поведения на данном промежутке времени. Другой поведенческой теорией является теория отслеживания рынка, описанная в статье Бэйкера [1]. Авторы приходят к выводу, что решение о выпуске долевых или долговых ценных бумаг зависит от котировок собственных акций компании: в период низких цен компании выкупают собственные акции и привлекают финансирование через долговые ценные бумаги, а в период высоких цен эмитируют долевые ценные бумаги для финансирования потребностей в капитале. Последней теорией в рамках поведенческих моделей является теория влияния личностных качеств менеджмента компании на структуру капитала. Согласно выводам данной теории, более уверенные в себе менеджеры компании, как правило, привлекают больше заемного капитала, чем менее уверенные в себе.

Помимо вышеперечисленных теорий существуют также теории корпоративного контроля и агентских издержек. Данные теории не получили широкого распространения среди научных работ, поэтому будут рассмотрены кратко. Теории корпоративного контроля гласят, что менеджмент компании привлекает долг, чтобы защитить компанию от враждебного поглощения. Теории агентских издержек гласят, что оптимальная структура капитала достигается тогда, когда издержки от увеличения агентских издержек между одной группой стейкхолдеров покрываются выгодами от снижения агентских издержек другой группы. Как видно из вышеописанного, практически все теории структуры капитала возникают на основе ослабления допущений теории Модильяни и Миллера. Структура теорий показана на рисунке 1.



*Рис. 1 – Теории структуры капитала*

### Современные эмпирические работы

С развитием различных теорий структуры капитала ученые пытались объяснить их жизнеспособность на реальных данных. Далее будут рассмотрены современные эмпирические исследования детерминант структуры капитала.

В статье [4] авторы пытаются понять, как асимметрия информации влияет на структуру капитала компаний. Для своего исследования авторы собирают информацию по более чем 13000 компаниям из 39 стран мира, включая развивающиеся, с 1997 по 2007 года. Первым делом авторы оценивают асимметрию информации в каждой компании различными математическими способами, после чего выводят собственный показатель асимметрии информации путем объединения данных оценок. Далее авторы строят линейную регрессию, на основе чего приходят к выводам, что компании с высоким уровнем асимметрии информации имеют более высокий уровень долга, чем компании с низким уровнем асимметрии информации.

В своей работе Сантьяго с соавторами [9] пытаются проанализировать детерминанты структуры компаний стран Латинской Америки после финансового кризиса 2008 г. в сравнении с американскими компаниями. Авторы строят линейную регрессию на основе данных 2009-2013 годов и приходят к

следующим результатам: компании с высоким уровнем риска, ликвидности активов и доходности инвестиций имеют более высокий уровень долга, чем компании с низкими аналогичными показателями; большие компании и компании с высоким уровнем доходности активов имеют меньший уровень долга. При этом теория иерархии лучше объясняет финансовую политику компаний Латинской Америки, а теория компромисса- американских компаний.

Другая статья [11], проводящая исследование на данных индийских компаний за 2006-2015 года, пытается выявить детерминанты структуры капитала компаний, работающих на рынке товаров повседневного спроса, в промышленном и ИТ секторах. На основе результатов линейной регрессии авторы приходят к выводу, что для компаний рынка повседневного спроса основное влияние играют показатели доходности, уровня материальности активов, темпов роста, размер; для компаний ИТ сектора – доходы, размер, уровень бизнес риска компаний, а для компаний промышленного сектора – темпы роста, размер, уровень бизнес риска компаний.

На структуру компаний помимо специфических показателей компании влияют различные внешние факторы. В статье [2] рассмотрено влияние различных макроэкономических и институциональных показателей, таких как: темпы роста ВВП, инфляция, уровень защищенности миноритариев, кредиторов, уровень коррупции. Авторы проводят анализ на основе данных компаний Латинской Америки за 2009-2014 года и приходят к следующим выводам: чем выше уровень защищенности миноритариев и кредиторов, тем меньше уровень долга компании, а с повышением уровня коррупции уровень долга повышается.

С развитием цифровой экономики все большую ценность для компании начинают нести нематериальные активы. В статье [5] оценивается влияние доли нематериальных активов на структуру капитала компании. Для оценки нематериальных активов компании использовали данные по слияниям и поглощениям, в ходе которых в активах компании-покупателя появлялся показатель деловой репутации (Goodwill). Goodwill – разница между балансовой и рыночной стоимостью компании-цели, которая компания-покупатель должна

отображать у себя на балансе согласно МСФО. Исследование строится на основе данных американских компаний с 2002 по 2014 года. Авторы приходят к выводу, что чем выше уровень нематериальных активов, тем выше уровень долга в компании.

Другое исследование [6] пытается выявить влияние волатильности денежных потоков компании на ее долговую нагрузку на основе данных 2235 китайских компаний с 1997 по 2015 года. В качестве меры волатильности авторы использовали стандартное отклонение денежных потоков от операционной деятельности за последние 5 лет и вывели, что чем выше уровень волатильности, тем ниже уровень долговой нагрузки компаний.

С момента публикации статьи Модильяни и Миллера разработано уже множество теорий структуры капитала, однако до сих пор среди научного сообщества нет единого мнения относительно факторов, влияющих на финансовую политику компании. Данная статья проводит обзор современных научных исследований, которые освещают новые моменты в вопросах формирования структуры капитала. (см. таблица 1).

Таблица 1

### Современные исследования структуры капитала компаний

Автор	Данные	Особенности исследования	Основные результаты
Гао с соав. (2015)	13000 компаний из 39 стран	Исследовано влияние асимметрии информации на СК	Чем выше уровень асимметрии информации, тем выше уровень долга.
Родригес с соав. (2017)	Компании Латинской Америки. 2009-2013	Изучены изменения влияния детерминант СК развивающихся стран в сравнении с развитыми после кризиса 2008г	Теория иерархии лучше объясняет финансовую политику компаний развивающихся стран, а теория компромисса – развитых.
Хариш с соав. (2017)	Индийские компании. 2006-2015	Более детально исследованы детерминанты СК различных отраслей экономики	У каждого сектора экономика свои основные драйверы СК
Бернардо с соав. (2018)	Компании Латинской Америки. 2009-2014	Проанализировано влияние различных макроэкономических и институциональных детерминант на СК	Уровень коррупции имеет положительное влияние на СК, а уровень защищенности миноритариев и кредиторов – отрицательное.
Лим с соав. (2018)	Американские компании. 2002-2014	Проанализированы влияние нематериальных активов на СК	Чем выше уровень нематериальных активов, тем выше уровень долга компаний.
Мемон с соав. (2018)	Китайские компании. 1997-2015	Проанализировано влияние волатильности денежных потоков на СК	Чем выше уровень волатильности денежных потоков, тем ниже уровень долговой нагрузки

## **Библиографический список**

1. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure // The journal of finance. – 2002. – Т. 57. – №. 1.
2. Bernardo C. J., Albanez T., Securato J. R. Macroeconomic and Institutional Factors, Debt Composition and Capital Structure of Latin American Companies // BBR. Brazilian Business Review. – 2018. – Т. 15. – №. 2. – С. 152-174.
3. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades // Journal of political Economy. – 1992. – Т. 100. – №. 5. – С. 992-1026.
4. Gao W., Zhu F. Information asymmetry and capital structure around the world // Pacific-Basin Finance Journal. – 2015. – Т. 32. – С. 131-159.
5. Lim S. C., Macias A. J., Moeller T. Intangible assets and capital structure. – 2018.
6. Memon Z. A. et al. The impact of cash flow volatility on firm leverage and debt maturity structure: evidence from China // China Finance Review International. – 2018. – Т. 8. – №. 1. – С. 69-91. 1-32.
7. Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // The American economic review. – 1958. – Т. 48. – №. 3. – С. 261-297.
8. Myers S. C. The capital structure puzzle // The journal of finance. – 1984. – Т. 39. – №. 3. – С. 574-592.
9. Rodrigues S. V. et al. Capital structure management differences in Latin American and US firms after 2008 crisis // Journal of Economics, Finance and Administrative Science. – 2017. – Т. 22. – №. 42. – С. 51-74.
10. Ross S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach // The bell journal of economics. – 1977. – С. 23-40.
11. Sathyanarayana S., Harish S. N., Kumar H. Determinants of Capital Structure: Evidence from Indian Stock Market with Special Reference to Capital Goods, FMCG, Infrastructure and IT sector // SDMIMD Journal of Management. – 2017. – Т. 8. – №. 1. – С. 75-83