

DOI: 10.18721/JE.11309
УДК 338.2:338.244 (575.2) (043.3)

АНАЛИЗ ТЕОРИЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ИХ ПРИМЕНИМОСТЬ В УСЛОВИЯХ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ

У.М. Абдылдаева

Кыргызский государственный университет транспорта, строительства и архитектуры
имени Н. Исанова, г. Бишкек, Киргизия

Традиционные теории структуры капитала в результате своей несостоятельности практически не применяются на практике, что обуславливает необходимость разработки новых подходов к управлению капиталом строительных организаций в современных условиях. В исследовании раскрываются все классические и неоклассические концепции управления капиталом в организациях строительной индустрии. Структура капитала является для каждой организации одной из важных задач в принятии эффективных управленческих решений. Источники финансирования деятельности организации можно подразделить на три основные группы: собственные, привлеченные и заемные. Собственные вместе с привлеченными источниками финансирования образуют собственный капитал предприятия, в состав которого включаются: средства, полученные от дополнительной эмиссии, размещения акций; дополнительной эмиссии паев или взносов в уставный капитал; выделяемые вышестоящими организациями; другие внешние источники, необходимые для формирования собственных финансовых ресурсов. Заемное средство представляет собой ссуду, полученную на обозначенный срок и подлежащую возврату с уплатой установленного процента за ее пользование. Они также выступают как обязательства компании, образующие его заемный капитал. К ним относят кредиты банков, средства, которые получены от выпуска облигаций и других долговых обязательств, товарный кредит и т. п. Таким образом, можно говорить об участии в формировании капитала организации привлеченных и заемных средств, каждого по-своему, и определении специфики структуры финансовых ресурсов и капитала. Стратегическая важность принятия таких решений обусловлена высокими затратами, возникающими как при недоиспользовании капитала, так и при чрезмерном использовании кредитных ресурсов, препятствующих развитию организации. В условиях кризиса особую актуальность приобретает рациональная структура капитала в целях эффективного использования имеющихся ресурсов, а также получения максимальной прибыли. Нередко в таких случаях управленческий персонал использует не только приемы традиционной концепции, но и создает новые, индивидуальные для данного предприятия концепции структуры капитала.

Ключевые слова: капитал, строительные организации, теории, управление, структура капитала, оптимизация, максимизация прибыли, устойчивость

Ссылка при цитировании: Абдылдаева У.М. Анализ теорий структуры капитала и их применимость в условиях рыночной экономики // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. 2018. Т. 11, № 3. С. 108–118. DOI: 10.18721/JE.11309

ANALYSIS OF CAPITAL STRUCTURE THEORIES AND THEIR APPLICABILITY IN A MARKET ECONOMY

U.M. Abdyldaeva

Kyrgyz state university of transport, construction and architecture named after N. Isanov,
Bishkek, Republic of Kyrgyzstan

Traditional theory of capital structure is virtually never applied in practice as a result of its inadequacy, which necessitates the development of new approaches to capital management of construction organizations in modern conditions. In this regard, this article

explores all the classical and neoclassical concepts of money management in organizations of the construction industry. The capital structure is one of the important tasks in making effective management decisions for each organization. Sources of financing the activities of the organization can be divided into three main groups: own, attracted and borrowed. Own sources together with the attracted sources of financing form the company's own capital, which includes: funds received from additional issue and placement of shares; additional issue of units or contributions to the authorized capital; funds allocated by higher-level organizations; other external sources necessary for the formation of own financial resources. Borrowed funds represent a loan received for a specified period and subject to return with payment of the established interest for its use. They also act as liabilities of the company, forming its borrowed capital. This includes loans from banks, funds that are received from the issue of bonds and other debt obligations, commodity loans, etc. Thus, on the basis of the above, attracted and borrowed funds can be considered to participate in forming the capital of the organization, each in its own way, and we can conclude that we have determined the specifics of the structure of financial resources and capital. The strategic importance of making such decisions is due to the high costs that arise, both under capital underutilization and excessive use of credit resources, hampering the development of the organization. In this connection, in the context of the crisis, the rational structure of capital acquires particular urgency in view of the goal to efficiently use available resources, as well as to obtain maximum profit. Often in such cases, management personnel use not only the techniques of the traditional concept, but also create new concepts of capital structure individual for the enterprise.

Keywords: capital, construction organizations, theory, management, structure of capital, optimization, profit maximization, stability

Citation: U.M. Abdylidaeva, Analysis of capital structure theories and their applicability in a market economy, St. Petersburg State Polytechnical University Journal. Economics, 11 (3) (2018) 108–118. DOI: 10.18721/JE.11309

Введение. При переходе к рыночной экономике особую значимость в области финансового управления занимают вопросы качественного управления капиталом. Так, в силу ограниченности финансовых источников проблема оптимального использования не имеет однозначного решения и, как следствие, создает препятствия для повышения эффективности управления капиталом. Кроме того, необоснованная оценка капитала создает препятствия при получении точной информации о финансовом положении строительной организации, при этом поддержание ее жизнеспособности, т. е. ликвидности, платежеспособности и устойчивости, в полной мере зависит от достижения достаточной величины капитала. Возможность увеличения вложения собственных средств организаций в производственную сферу зависит, прежде всего, от правильной оценки размера финансовых средств. При обеспечении эффективности деятельности организаций процесс формирования капитала организации, оптимизации структуры капитала, нахождения рационального соотношения между различными источниками финансирования и качеством управления капиталом приобретает особую важность.

Целью исследования является проведение анализа теорий структуры капитала и их применимости в условиях современной рыночной экономики.

Методика и результаты исследования. Следует отметить отсутствие в современной экономической литературе единых научных подходов к пониманию сущности капитала, широкое разнообразие в толковании учеными определений, принципов, структуры и этапов формирования оптимальной структуры капитала, недостаточную разработанность механизмов практической реализации обобщенных концептуальных положений, в результате чего просто не существует четкого представления об управлении финансовой структурой капитала компании. Решение этих проблем обусловило применение комплекса методов проведения исследования — абстрактно-логического, сравнительного и др.

На основе изучения генезиса теорий капитала можно охарактеризовать капитал как носителя факторов риска и ликвидности, что обуславливает необходимость управления им. Объектом исследования является капитал — собственный и заемный, т. е. та его часть, которая выступает источником формирования имущества предприятия [1–3].

Классическая концепция структуры капитала базируется на анализе соотношения между уставным капиталом организации и долгосрочным заемным капиталом. Исходя из такого определения структуры капитала, практически все классические теории строились на исследовании соотношений удельных весов между эмитируемыми акциями, представляющими собственный капитал, и облигациями, представляющими привлеченный капитал [6, 7]. Однако при рассмотрении структуры капитала отдельными экономистами изучаются различные виды капитала организации – собственного и заемного. Кроме того, по мере возрастания базы практического применения концепции структуры капитала некоторыми экономистами предложено в заемный капитал включать различные виды краткосрочного банковского кредита [17]. Причем, необходимость такой интерпретации понятия «структура капитала» обосновывалась ими возрастающей ролью банковского кредита в составе финансов организаций, а также широкого использования реструктуризации в долгосрочные краткосрочных видов кредита.

Интересную, на наш взгляд, позицию в этом вопросе занимают ученые-экономисты И.А. Бланк, Е.И. Шохин,* И.Ф. Ионова и др. которые склоняются к мнению, что в понятие «структура капитала» должны включать все виды капитала организации – собственного и заемного [5, 8, 14].

По мнению И. Ивашковской структурой капитала является специальное логическое понятие, которое было введено в финансовый анализ в современных экономических условиях для обозначения соотношения источников финансирования заемного и собственного капитала, принятого организацией в целях реализации ее рыночной стратегии [4].

Как видим, в пределах общего подхода к познанию финансовой структуры капитала наличие различных понятий довольно существенно.

В зарубежной практике (Б. Джордан, Р. Вестерфилд, С. Росс) структуру капитала определяют как «отношение обязательств к акционерному капиталу»; либо как отношение «между акционерным капиталом и сово-

купным капиталом» (Д.Л. Додд, Грэм); либо как набор ценных бумаг (Ф. Ли Ченг [19], Дж. Финнерти); либо как соотношение ценных бумаг, которые используются фирмой для финансирования (Дж. Ван Хорном).

В экономической литературе встречается иное рассмотрение структуры капитала. Исследователи, которыми капитал рассматривается как долгосрочный пассив, при анализе исходят из отношения между уставным (акционерным) капиталом, используемым организацией, и долгосрочным заемным капиталом. Так, по мнению Т.В. Тепловой, структура капитала представляет собой соотношения долгосрочных источников финансирования.

Однако в финансово-хозяйственной практике организаций при формировании структуры капитала необходимо учитывать еще и то, что и собственный и заемный капитал представлен разными формами. Здесь отметим определение И.А. Бланка, который считает, что структурой капитала является соотношение всех форм собственного и заемного капитала, которые используются организацией в целях финансирования активов в хозяйственной деятельности [2].

В настоящее время в состав собственного капитала включается не только инвестированный вначале его объем (паевой, акционерный, индивидуальный капитал, формирующие уставный фонд), но и его накопленная часть в форме фондов и резервов, а также нераспределенная прибыль, предполагаемая к реинвестированию. Аналогично, и заемный капитал исследуется во всех его формах, включая товарный кредит, финансовый лизинг, кредиторскую задолженность и др.

Очевидно, что данная теоретическая концепция с такой интерпретацией структуры капитала позволит значительно углубить сферу ее эмпирического применения в деятельности организации в финансовом плане по нижеследующим причинам:

- допускает исследование особенностей и позволяет разработать соответствующие рекомендации, крупным, малым, средним организациям, имеющим существенные ограничения доступа на рынок долгосрочного капитала, так как большинство малых организаций в условиях нового хозяйствования не использует формы долгосрочного заимствования капитала;

* Финансовый менеджмент: учебник / под ред. проф. Е.И. Шохина. М.: КноРус, 2008. 480 с.

– при исследовании дает возможность существенно увязать эффективность использования капитала с показателем эффективного использования активов, в которые он был ранее инвестирован. В данном случае назначение структуры капитала – в повышении рентабельности совокупных активов организации может быть исключено;

– сочетание концепции структуры капитала с концепцией его стоимости дает возможность применять в комплексе их инструментов для повышения рыночной стоимости организации;

– в условиях существующей технологии способствует обеспечению максимальной прибыли;

– обеспечивает финансовую устойчивость и надежность организации;

– позволяет разрабатывать соответствующие методические рекомендации по привлечению капитала и его размещению;

– способствует росту эффективной реализации совокупных активов организации, а также повышает рыночную стоимость организации.

Анализируя различные взгляды исследователей данной проблемы, В.В. Ковалев предлагает отличать финансовую структуру, т. е. структуру всех источников финансирования деятельности организации в целом, от капитализированной структуры организации, или долгосрочных пассивов, относящихся к незначительной доле в источниках средств финансирования. Такая позиция, на наш взгляд, вполне логична, поскольку представляет капитал организации в виде долгосрочных средств, однако принять ее безоговорочно мы не можем. По нашему мнению, есть и другие отличия соотношений между источниками финансирования и финансовой структуры капитала, так как последние формируют финансовые ресурсы организации для ее деятельности [14].

Финансовые ресурсы представлены как совокупность денежных средств, аккумулируемых компаниями из всех источников, необходимых для осуществления всех видов деятельности организации, т. е. за счет накоплений, собственных доходов, капитала, поступлений извне.

Капитал организации является частью ее финансовых ресурсов, авансированной в

производственный процесс для получения прибыли.

Особенность индивидуального подхода к структуре капитала, в отличие от традиционного, заключается в возможности его применения в реальных условиях. Поведенческая концепция всегда находится в динамике и под воздействием внешних и внутренних факторов, изменяется и дополняется более совершенными подходами.

В современных условиях возникает необходимость управления структурой капитала, которое, по нашему мнению, включает следующее:

– привлечение более дешевых ресурсов, что способствует значительному повышению доходности собственного капитала организации, компенсируя повышенные риски;

– комбинацию различных элементов капитала, что позволяет повысить рыночную стоимость организации и ее инвестиционную привлекательность.

Главная задача в управлении структурой капитала заключается в поиске соответствующей пропорции капитала между собственным и заемным видами капитала, т. е. в нахождении оптимума, при котором минимизируется средневзвешенная стоимость капитала и максимизируется рыночная стоимость организации.

В экономической литературе рассматривается ряд различных концепций, содержащих неоднозначные подходы в процессе определения оптимальной структуры капитала, которые можно систематизировать следующим образом: традиционалистская концепция; концепция индифферентности; компромиссная концепция; концепция противоречия интересов (теории асимметричности информации, сигнализирования, мониторинговых затрат и некоторые другие); количественный метод выбора; поведенческая концепция (теории отслеживания рынка, информационных каскадов, инвестиционной деятельности менеджеров и влияния их личных качеств на структуру капитала) [13, 15–18]. Рассмотрим их содержание подробнее

Представители *традиционалистской концепции* структуры капитала исходят из того, что через учет различных стоимостей отдельных его элементов возможна оптимизация структуры капитала. Исходной точкой в тео-

рии представленной концепции является положение, что почти во всех случаях рост доли применения заемного капитала влечет снижение показателя, характеризующего средневзвешенную стоимость капитала, а также рост стоимости организации (только рыночной).

В основе *концепции индифферентности* структуры капитала, выдвинутой экономистами М. Миллером и Ф. Модильяни (1958 г.), в которой рассматривается принцип создания структуры капитала, рыночной стоимости организации во взаимосвязи с механизмом работы рынка капитала в целом, лежит положение о невозможности осуществления оптимизации ни по критерию минимизирования средневзвешенной стоимости капитала, ни по критерию максимизации рыночной стоимости организации в силу того, что самостоятельно структура капитала не воздействует на формирование этих показателей [9].

Исходя из условий концепции функционирования рынка капитала, Ф. Модильяни и М. Миллер математическим методом доказали, что независимо от наличия элементов капитала рыночная стоимость организации, так же, как и средневзвешенная стоимость используемого капитала, зависят только от суммарной стоимости активов организации. Исходным положением этого доказательства является утверждение, что на доходность организации в процессе ее хозяйственной деятельности влияют не отдельные части капитала, а сформированные им активы.

Итак, содержание концепции механизма, который предусматривает формирование средневзвешенной стоимости капитала, с учетом предпосылок, выдвинутых Ф. Модильяни и М. Миллером, подводит к тому, что рыночная стоимость организации и, соответственно, средневзвешенная стоимость ее капитала, находятся вне зависимости от структуры капитала. Однако в дальнейшем авторы данной концепции, сняв ряд выдвинутых ограничений, должны были признать, что на механизм формирования рыночной стоимости организации непосредственно оказывает влияние структура собственного капитала.

Основа *компромиссной концепции* организации содержит следующее утверждение:

структура капитала формируется под воздействием определенных и противоречивых условий, определяющих пропорции между уровнями доходности и риска от использования капитала, которые должны учитываться в процессе оптимизации структуры капитала путем соответствующего компромисса их комплексного влияния. Основа концепции, разработанной в ходе исследований М. Миллера, Х. Де-Анжело, Р. Масюлиса, Дж. Уорнера и некоторых других современных экономистов, содержит ряд действительных условий функционирования экономики, рынка при формировании структуры капитала, которые ранее в концепциях не учитывались. Содержание этих условий сводится к следующему.

1. Функционирующая экономика фактически не может не учитывать принцип налогообложения прибыли, который существенно влияет на стоимость отдельных частей капитала и, в свою очередь, на его структуру. Так, в практике многих стран предусмотрено, что расходы по обслуживанию долга, т. е. заемного капитала, подлежат полностью или частично вычетам из налогооблагаемой базы прибыли. В этой связи стоимость заемного капитала, при прочих равных условиях, всегда ниже стоимости собственного капитала за счет «налогового щита» («налогового корпоратора»).

2. Увеличение заемного капитала до размеров, не генерирующих угрозу банкротства организации, вызывает, соответственно, снижение уровня средневзвешенной стоимости капитала.

3. При проведении оценки стоимости отдельных элементов капитала необходимо учитывать риск банкротства, вызванный несовершенной структурой формируемого капитала во всех его формах, в то же время при увеличении удельного веса заемного капитала вероятность риска возрастает. В этом случае поведение кредиторов в финансовых вопросах связано с двумя альтернативами: снижение объемов кредитов, предоставляемых организации на тех же условиях, что однозначно приведет к росту средневзвешенной стоимости капитала и снижению рыночной стоимости организации; повышение организацией уровня дохода на предоставляемый в кредит капитал, что приведет к анало-

гичному результату. Итак, любая из рассмотренных альтернатив не дает положительного результата для организации, чтобы привлечь заемный капитал по более высокой стоимости. Это объясняется тем, что существует определенная экономическая граница по привлечению заемного капитала, и тогда, при возрастании стоимости, вызванном риском банкротства организации, выше этой границы, поглощается эффект, который достигается налоговым преимуществом при его использовании. В данном случае стоимость собственного капитала, привлекаемого организацией за счет его внутренних и внешних источников, будет равна стоимости заемного капитала и его средневзвешенной стоимости, но переступив этот порог, организация утрачивает экономическое побуждение к привлечению заемного капитала.

4. Стоимость отдельных элементов заемного капитала, в процессе использования включает не только расходы по обслуживанию капитала, но и первоначальные затраты, так называемые операционные расходы, которые при формировании структуры капитала также должны учитываться, как на процедуре оценки стоимости отдельных составных частей капитала, так и средневзвешенной стоимости.

На основе рассмотренных условий можно констатировать следующее: содержание компромиссной концепции приводит к тому, что в процессе принятия финансовых решений организация стремится достичь оптимального значения структуры капитала, причем, такое соотношение между заемным и собственным капиталом достигается лишь в том случае, когда уравниваются предельные издержки долга и его выгоды от налогового щита и устранение проблем нехватки свободных денежных средств [16].

Организации в тех случаях, когда принимают решения о выпуске ценных бумаг, исходят из цен на акции. В действительности же организации предпринимают действия, обратные теории компромисса: в период высоких цен организации вместо увеличения долга и выкупа акций выпускают долевые ценные бумаги. Таким образом, уменьшение финансового рычага в результате повышения цен на акции организации приводит к выпуску долга со стороны организации. В дан-

ном случае организация сохранит прежнее значение структуры капитала.

Теория иерархии предполагает, что менеджеры компании более информированы о положении дел внутри ее, качестве инвестиционных проектов и т. д., однако данное обстоятельство, в свою очередь, может вызвать издержки неблагоприятного отбора, перевешивающие выгоды и издержки, предусмотренные теорией компромисса, включая транзакционные издержки и издержки информационной асимметрии. В таком случае фирмы в ходе финансирования своих проектов вынуждены будут использовать нераспределенную прибыль, затем безрисковый и рискованный долги, и только в случае финансовых проблем фирма пойдет на выпуск акций. В результате своих научных исследований Е. Фама и К. Френч пришли к выводу, что на практике, по сравнению с теорией иерархии, вышеперечисленные финансовые решения компаний различны, т. е. можно сказать, что «...теория иерархии как модель структуры капитала умерла».

Концепция противоречия интересов формирования структуры капитала предусматривает в процессе управления эффективностью использования капитала различия в интересах в зависимости от уровня информированности собственников, инвесторов, кредиторов и менеджеров, в результате которых принятие ими решений может повысить стоимость элементов капитала.

Указанный подход может внести определенные изменения в теорию оптимизации структуры капитала, соответственно, по уровню его средневзвешенной стоимости и рыночной стоимости организации. Отдельные теоретические положения этой концепции внесены такими учеными, как Д. Галей, М. Дженсен, М. Гордон, У. Меклинг, Р. Мазулис, С. Майерс и некоторыми другими современными экономистами, которые, исследовав отдельные факторы и не внося кардинальных изменений в сущность компромиссной концепции, увеличили область ее эмпирического применения [11, 12].

Сущность концепции противоречия интересов формирования структуры капитала заключается в теории сигнализирования, асимметричности информации, мониторинговых затрат и др.

Основа теории асимметричности информации состоит в том, что рынок капитала в течение всего периода своего функционирования не может быть полностью совершенным во всех своих аспектах, не исключая и стран с наиболее развитой экономикой. Реально действующий рынок в силу своего несовершенства или недостаточной прозрачности применяет для отдельных его участников неадекватную, иными словами, асимметричную, информацию о перспективах развития организации. Такая дезинформация, в свою очередь, порождает неоднозначное прогнозирование уровня предстоящей доходности, угрозу риска деятельности организации и, конечно, условий оптимизации структуры капитала. Несоответствие проявляется в том, что по рассматриваемому вопросу менеджеры организации владеют более полной и достоверной информацией, чем его инвесторы и кредиторы. В результате отсутствия такой информации у инвесторов и кредиторов, последние не имеют возможности более четко формулировать свои требования к организации по повышению уровня доходности предоставляемого ими капитала, что, в свою очередь, не способствует оптимизации структуры капитала, улучшению финансового состояния организации и реальным перспективам ее развития.

Теория сигнализирования, или «сигнальная теория», которая является логическим продолжением теории асимметричной информации, строится на том положении, что рынок капитала на основе поведения менеджеров посылает соответствующие сигналы инвесторам и кредиторам о перспективах развития организации. В условиях ожидания благоприятного развития организации в перспективе менеджеры будут пытаться удовлетворить добавочную потребность в капитале за счет привлечения заемных средств, при котором ожидаемым дополнительным доходом будут владеть исключительно прежние собственники, что позволит создать соответствующий климат для значительного роста рыночной стоимости организации. Вместе с тем менеджеры в случае неблагоприятных условий развития в перспективе будут стараться за счет увеличения круга инвесторов удовлетворить добавочную потребность в капитале, что позволит разделить с ними сумму

будущих убытков, т. е. они привлекают собственный капитал из внешних источников. Теория сигнализирования в условиях асимметричной информации позволяет инвесторам и кредиторам лучше аргументировать управленческие решения, связанные с предоставлением организации займа, хотя и с определенным «шагом запаздывания», что отражается соответствующим образом на формировании структуры капитала.

Теория мониторинговых затрат («теория затрат на осуществление непосредственного контроля») основывается на расхождении интересов собственников и кредиторов организации и уровня их информированной насыщенности. В условиях асимметричной информации кредиторы, выделяя капитал, призывают организацию дать им возможность осуществлять собственный непосредственный контроль над эффективностью использования финансовых средств и обеспечением его возврата. Кредиторы, в свою очередь, стремятся все затраты, связанные с осуществлением непосредственного контроля, взвалить на учредителей организации через возложение на них ставки процента за использование кредита. Величина мониторинговых затрат тем выше, чем выше доля заемного капитала в совокупном капитале. Иными словами, можно наблюдать рост средневзвешенной стоимости капитала, что вызовет, соответственно, и снижение рыночной стоимости организации вследствие того, что мониторинговые затраты имеют курс на увеличение, с увеличением доли заемного капитала в совокупном капитале, как и издержки банкротства. Следовательно, существование мониторинговых затрат уменьшает отдачу от использования привлеченного капитала, т. е. они в неукоснительном порядке должны быть учтены в процессе оптимизации структуры капитала.

Термин «отслеживание рынка» (М. Бейкер, Дж. Ваглер, Д. Джентер) в экономической литературе означает действие корпораций по выпуску долевых ценных бумаг, в период высоких цен на рынке, и выкупу акций, в период снижения цен на них. Таким образом, интерес менеджеров — в результате временных колебаний стоимости собственного капитала, по сравнению со стоимостью других форм капитала [10].

Основной мыслью в концепции информационных каскадов, рекомендованных С. Бихчандани, Д. Хиршляйфером, И. Вэлчем, проходит особенность поведения экономических представителей. Фундаментальная идея теории заключается в том, что во многих случаях оптимальной стратегией в поведении индивида, независимо от той информации, которой он располагает, является заимствование опыта деятельности его предшественников, оказавшихся в такой же ситуации. Такие случаи ученые называют информационным каскадом. Применение вышеизложенной теории на практике очень широко используется в связи с тем, что человек во всех сферах своей деятельности часто сталкивается с трудностями, связанными с принятием решений. Информационный каскад, применяемый в формировании структуры капитала, проявляется в имитационном поведении менеджеров компании, которые зачастую при принятии финансовых и инвестиционных решений, касающихся методов управления и структуры капитала, бессознательно следуют модным и распространенным в настоящий момент времени приемам. Кроме того, сосредоточиваясь на действиях менеджеров как своей компании, так и других, они подражают им в аналогичных ситуациях при решении схожих задач. Притом что формирование оптимальной структуры капитала и выработка эффективной финансовой политики требуют от менеджеров высокой квалификационной подготовленности и соответствующего времени, которыми они могут не располагать.

В структуре капитала, по теории информационных каскадов, представлены следующие направления:

- менеджеры могут копировать структуру капитала компании-лидера отрасли в силу того, как отмечают М. Фрэнк и В. Гойал, что медианное значение долговой нагрузки в отрасли относится к важнейшим факторам, устанавливающим структуру капитала компании;
- менеджеры имеют возможность использовать преимущественно известные методы формирования структуры капитала, в соответствии с теориями стационарного соотношения, иерархии, опыта других компаний,

или практикуя принцип отслеживания рынка, сочетая популярные методы и теории.

Теория автономии инвестиций менеджеров. Концепцию развивает теория отслеживания рынка, предложенная М. Бейкером и Дж. Ваглером и в дальнейшем развитая А. Дитмаром и А. Такором, где высказано предположение, что менеджер при принятии решений принимает во внимание не только долгосрочную стоимость капитала компании, но и краткосрочную стоимость акций, сложившуюся на рынке капитала непосредственно после осуществления инвестиций. Причем, краткосрочная стоимость инвестиционного проекта, предложенного компанией, зависит от оценки проекта инвесторами. Менеджеры при принятии инвестиционного проекта обязательно создают ожидания относительно рефлекса цен, пытаются определить восприятие проекта на рынке капитала и насколько оно совпадает с их представлением, и, как считают авторы этой теории, именно ожидание определяет решение об эмиссии. Поэтому можно предположить, что при принятии финансовых решений во главу угла ставится степень согласия инвесторов с решениями, принятыми менеджерами, или, другими словами, уровень согласованности с оценкой, предложенной менеджерами относительно доходности проекта и успешности реализации. В соответствии с предложенной моделью, в случае, когда стоимость акций компании, установленная рынком, и уровень согласия менеджеров и инвесторов будут достаточно высокими, компания будет выпускать инструменты капитала, в противном случае, при низких рыночной стоимости акций и степени согласия, компания будет «выпускать долг».

В исследовании А. Дитмара и А. Такора подчеркивается принципиальное отличие от концепции отслеживания рынка, предложенной М. Бейкером и Дж. Ваглером, так как они считают, что связь между эмиссией капитала и ценой акций возникает в случаях обоюдного согласия инвесторов и менеджеров и высокой стоимости акций на данный момент, тогда как в концепции отслеживания рынка компании выпускают собственный капитал при высоких ценах акций на рынке, что свидетельствует о позитивном отношении инвесторов к решениям менедже-

ров. Таким образом, для финансирования какого-либо проекта компании менеджеры реализуют инструменты капитала только в том случае, если они будут убеждены, что оценка проекта инвесторами совпадает с их оценкой. В противном случае, они «выпускают долг». А. Дитмар и А. Такор, протестировав свою теорию, получили ее эмпирическое подтверждение.

В прошедшее столетие Д. Канеманом, А. Тверски и другими исследователями в области психологии доказано, что людям присущи такие черты или свойства, как невероятная самонадеянность и оптимизм, отрицание потерь, тонкость мышления, прогнозика с нарушением правила Байеса и многие другие. Несомненно, менеджеры, формирующие оптимальную структуру капитала, тоже люди, и они, как и все, обладают вышеперечисленными особенностями. В связи с этим, получили развитие исследования по влиянию характера менеджера на принятие управленческих решений.

Мы считаем необходимым рассмотреть основные исследования, посвященные взаимосвязи качеств менеджмента и структуры капитала. Так, Д. Хэбарт на простой модели фирмы изучает влияние таких качеств менеджера, как оптимизм и самоуверенность, на стоимость фирмы и принятие управленческих решений по формированию структуры капитала. В частности, он высказывает мнение о том, что оптимистически настроенные и(или) невероятно самонадеянные менеджеры: 1) предпочитают более высокую степень долговой нагрузки; 2) выпускают намного чаще новые долговые обязательства; 3) не держатся условий теории иерархии; 4) склонны следить за благоприятной ситуаций на рынке, для формирования структуры капитала. В то же время он подчеркивает, что оптимистично настроенные и самонадеянные менеджеры будут благоприятствовать росту стоимости компании, так как высокая доля долговой нагрузки будет сдерживать их возможные бесчестные действия в отношении акционеров компании по выводу внутренних ресурсов на ненадежные проекты (например, на финансирование проектов, увеличение административных расходов, которые не формируют стоимость, и т. д.).

В своих исследованиях Л. Баррос и М. Алехандро проверяют гипотезу, которая была выработана в исследовании Д. Хэбарта и ряде других. Данная гипотеза говорит о том, что фирмы обладают более леввереджированной структурой капитала при прочих равных условиях, если ими управляют оптимистичные и невероятно самонадеянные менеджеры.

Для проверки ими предлагаются различные показатели, отражающие оптимистичность и самонадеянность менеджеров, роль которых зависит от их положения: является ли он учредителем компании или работает по найму; является ли он владельцем акций этой компании. Анализ практических данных фиксирует сильную статистическую зависимость между показателями оптимистичности и самонадеянности менеджеров и пропорцией «долг/капитал», что является значительным фактором по определению структуры капитала. В исследованиях традиционные факторы, влияющие на структуру капитала, также рассматриваются непосредственно с факторами поведенческого характера. Кроме того, в числе факторов, имеющих наиболее значимое место, эти ученые выделяют размер и доходность компании, долю материальных активов и дивидендные выплаты, а также отдельные индикаторы качества корпоративного управления. Исследование поведенческого подхода в компаниях позволяет также значительно углубиться в постижение процесса принятия решений.

Современные теории структуры капитала выработали достаточно большой методический и последовательный инструментарий оптимизации капитала в каждой организации разных отраслей. В силу того что компания самостоятельно устанавливает преимущественные критерии оптимизации структуры капитала, можно сделать вывод, что не существует единой оптимальной структуры капитала как для разных организаций, так и для одной организации на разных стадиях ее развития.

Таким образом: 1) не существует единой оптимальной структуры капитала для всех организаций, она может различаться в зависимости от отраслевой специфики и стадии развития предприятия; 2) структура капитала влияет на финансовую устойчивость и ликвидность предприятия.

Выводы. Проведенный анализ концепций по структуре капитала, сформулированных зарубежными исследователями, дает возможность говорить о том, что имеет место существование разнообразных факторов, влияющих на формирование по структуре капитала и управление им. Мировой опыт показал несостоятельность традиционных теорий по структуре капитала, что подводит нас к следующему: во-первых, эти теоретические положения недостаточно представляют фактическую практику корпораций в сфере капитала; во-вторых, несмотря на свою известность, они фактически не используются на практике.

Следовательно, оптимизация структуры капитала обеспечивает наиболее эффективную пропорциональность между финансовой устойчивостью предприятия и стоимостью

капитала. На наш взгляд, необходимо, чтобы оптимальная структура капитала обеспечивала не только рентабельность его использования и финансовую устойчивость предприятия, но и объективную возможность предприятия расплачиваться по обязательствам, сформированным в случае привлечения заемного капитала. Другими словами, необходимо наличие платежеспособности предприятия как внешнего проявления его финансовой устойчивости.

Направления дальнейших исследований видятся в изучении перспектив развития бизнеса с применением новых методик управления капиталом, сравнительном анализе финансово-экономической ситуации предприятия, при оптимальной структуре капитала, в целях обеспечения его финансовой устойчивости и платежеспособности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- [1] **Абдылдаева У.М.** К вопросу управления структурой капитала строительной организации // Экономика и финансы Кыргызского национального университета имени Жусупа Баласагына. 2010. № 3, ч. 1. С. 5–10.
- [2] **Абдылдаева У.М.** Инновационные подходы к управлению капиталом строительных организаций // АльПари. 2011. № 1(65). С. 122–126.
- [3] **Арзыбаев А.А.** Теоретико-методологические и организационно-методические проблемы учета, контроля и анализа капитала корпоративных предприятий: автореф. дис. ... д-ра экон. наук. Алматы, 2008. 10 с.
- [4] **Ивашковская И.** От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании // Управление компанией. 2004. № 11. С. 18.
- [5] **Колкин Д.В.** Управление экономической устойчивостью и надежностью функционирования строительного предприятия : автореф. дис. ... канд. экон. наук. СПб., 2007. 17 с.
- [6] **Садчикова Т.А.** Совершенствование механизма управления капиталом акционерных обществ: автореф. дис. ... канд. экон. наук. Ставрополь, 2009. 25 с.
- [7] **Сысоева Е.Ф.** Финансовые ресурсы и капитал организации: воспроизводственный подход // Финансы и кредит. 2007. № 21. С. 6–11.
- [8] **Шербекова А.А.** Формирование эффективной системы управления капиталом в строительных организациях // Вестник Кыргызского национального университета имени Жусупа Баласагына. Спец. вып. Бишкек, 2012. С. 422–426.
- [9] **Modigliani F., Miller M.** The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // American Economic Review. 1958. Vol. 48. P. 261.
- [10] **Rajan R., Zingales L.** What do we know about capital structure? Some evidence from international data // Journal of Finance. 1995. Vol. 50. P. 1421.
- [11] **Choe H., Masulis R.W., Nanda V.** Common stock offerings across the business cycle: theory and evidence // Journal of Empirical Finance. 1993. Vol. 1, no. 1. P. 3.
- [12] **Frank M.Z., Goyal V.K.** Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? // Financial Management. 2009. No. 38. P. 1–37.
- [13] **Герасимова С.М.** Эмпирические исследования структуры капитала компаний на развивающихся рынках: специфика и методология // Корпоративные финансы: [электрон. журнал]. 2012. № 1(21). С. 97–109.
- [14] **Гурфова С.А., Богатырева Д.А.** Управление собственными финансовыми ресурсами организаций // Социальные науки. 2016. Т. 1, № 1-1 (11). С. 43–49.
- [15] **Макаров П.В., Ивашковская И.В.** Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы // Корпоративные финансы: [электрон. журнал]. 2010. № 3(15). С. 47–62.
- [16] **Михайлов А.В.** Эмпирическая проверка положений статической компромиссной теории структуры капитала: сравнение по различным

странам // Корпоративные финансы: [электрон. журнал]. 2008. № 3 (7). С. 56–61.

[17] **Пономарева О.А.** Динамическая концепция структуры капитала: история возникновения, эволюция и основные исследовательские вопросы // Корпоративные финансы: [электрон. журнал]. 2008. № 2(6). С. 78–91.

АБДЫЛДАЕВА Умут Маратовна. E-mail: tilek-0015@mail.ru

[18] **Солодухина А.В., Репин Д.В.** В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий подход // Корпоративные финансы: [электрон. журнал]. 2008. № 5. С. 104–119.

[19] **Ченг Ф.Ли.** Финансы корпораций: теория, методы и практика. М.: Инфра-М, 2000. 227 с.

Статья поступила в редакцию: 08.01.2018

REFERENCES

[1] **U.M. Abdyldaeva,** K voprosu upravleniya strukturou kapitala stroitel'noj organizacii, *Ekonomika i finansy Kyrgyzskogo nacional'nogo universiteta imeni Zhusupa Balasagyna*, 3 (1) (2010) 5–10.

[2] **U.M. Abdyldaeva,** Innovacionnye podhody k upravleniyu kapitalom stroitel'nyh organizacij, *Al'Pari*, 1 (65) (2011) 122–126.

[3] **A.A. Arzybaev,** Teoretiko-metodologicheskie i organizacionno-metodicheskie problemy ucheta, kontrolya i analiza kapitala korporativnyh predpriyatij: avtoref. dis. ... d-ra ekon. nauk. Almaty, 2008.

[4] **I. Ivashkovskaya,** Ot finansovogo rychaga k optimizacii struktury kapitala kompanii, *Upravlenie kompaniej*, 11 (2004) 18.

[5] **D.V. Kolkina,** Upravlenie ekonomicheskoy ustojchivost'yu i nadezhnost'yu funkcionirovaniya stroitel'nogo predpriyatija : avtoref. dis. ... kand. ekon. nauk. SPb., 2007.

[6] **T.A. Sadchikova,** Sovershenstvovanie mekhanizma upravleniya kapitalom akcionnyh obshchestv: avtoref. dis. ... kand. ekon. nauk. Stavropol', 2009.

[7] **E.F. Sysoeva,** Finansovye resursy i kapital organizacii: vosproizvodstvennyj podhod, *Finansy i kredit*, 21 (2007) 6–11.

[8] **A.A. Sherbekova,** Formirovanie effektivnoj sistemy upravleniya kapitalom v stroitel'nyh organizacijah, *Vestnik Kyrgyzskogo nacional'nogo universiteta imeni Zhusupa Balasagyna. Spec. vyp. Bishkek*, (2012) 422–426.

[9] **F. Modigliani, M. Miller,** The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48 (1958) 261.

[10] **R. Rajan, L. Zingales,** What do we know about capital structure? Some evidence from international

data, *Journal of Finance*, 50 (1995) 1421.

[11] **H. Choe, R.W. Masulis, V. Nanda,** Common stock offerings across the business cycle: theory and evidence, *Journal of Empirical Finance*, 1 (1) (1993) 3.

[12] **M.Z. Frank, V.K. Goyal,** Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 38 (2009) 1–37.

[13] **S.M. Gerasimova,** Empiricheskie issledovaniya struktury kapitala kompanij na razvivayushchihsya rynkah: specifika i metodologiya, *Korporativnye finansy: elektron. zhurnal*, 1 (21) (2012) 97–109.

[14] **S.A. Gurfova, D.A. Bogatyreva,** Upravlenie sobstvennymi finansovymi resursami organizacij, *Social'nye nauki*, 1 (1-1 (11)) (2016). 43–49.

[15] **P.V. Makarov, I.V. Ivashkovskaya,** Dejstvuyut li klassicheskie koncepcii vybora struktury kapitala na razvivayushchihsya rynkah? Empiricheskij analiz kompanij Vostochnoj i Central'noj Evropy, *Korporativnye finansy: elektron. zhurnal*, 3 (15) (2010) 47–62.

[16] **A.V. Mihajlov,** Empiricheskaya proverka polozhenij staticheskoy kompromissnoj teorii struktury kapitala: sravnenie po razlichnym stranam, *Korporativnye finansy: elektron. zhurnal*, 3 (7) (2008) 56–61.

[17] **O.A. Ponomareva,** Dinamicheskaya koncepciya struktury kapitala: istoriya voznikoveniya, evolyuciya i osnovnye issledovatel'skie voprosy, *Korporativnye finansy: elektron. zhurnal*, 2 (6) (2008) 78–91.

[18] **A.V. Soloduhina, D.V. Repin,** V poiskah resheniya zagadki struktury kapitala: povedencheskij podhod, *Korporativnye finansy: elektron. zhurnal*, 5 (2008) 104–119.

[19] **F.Li Cheng,** Finansy korporacij: teoriya, metody i praktika. Moscow: Infra-M, 2000.

ABDYLDAEVA Umut M. E-mail: tilek-0015@mail.ru