

СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ОБЩЕСТВЕННЫЕ НАУКИ



УДК 334

Теоретические основы формирования структуры капитала российских компаний

О.С. Гасанов, Д.В. Приходько

Донской государственный технический университет (г. Ростов-на-Дону, Российская Федерация)

Аннотация. Представлен обзор исследований по проблеме обоснования формирования структуры и особенностей выбора источников финансирования российских предприятий. Анализ проведен на основе наиболее релевантных работ как отечественных, так и зарубежных авторов, затрагивающих тему выбора теоретической основы и источников финансирования для компаний с развивающихся рынков. Исследование показало, что при выборе источников финансирования менеджмент большинства российских компаний предпочитает теорию иерархии. В отличие от компаний с развитых рынков, для отечественных компаний более весомыми являются факторы внутренней среды.

Ключевые слова: источники финансирования, структура капитала, теория иерархии

Theoretical foundations for Russian companies capital structure formation

Darya V. Prikhodko, Oscar S. Gasanov

Don State Technical University (Rostov-on-Don, Russian Federation)

Abstract. The article presents an overview of studies on the problem of substantiating the theoretical basis for the formation of the capital structure and the peculiarities of choosing sources of financing for the capital of Russian enterprises. The review was carried out on the basis of the most relevant literature sources, both domestic and foreign authors, touching upon the problems of choosing a theoretical framework and sources of financing for companies from emerging markets. The study showed that when choosing funding sources, the management of most Russian companies preferred the pecking order theory. Unlike companies from developed markets, the factors of the internal environment were more significant for domestic companies.

Keywords: sources of financing, capital structure, pecking order theory

Введение. При выборе источников финансирования российские компании, особенно региональные, сталкиваются с рядом проблем, которые формируются под влиянием особенностей развивающихся рынков. Это высокая стоимость банковских источников, низкая платежная дисциплина контрагентов, недоступность альтернативных источников финансирования [1–3].

В отличие от приверженцев традиционной теории структуры капитала, которая исходит из идеального финансового рынка и предполагает, что источники финансирования не зависят друг от друга, исследователи современных рыночных отношений приходят к выводу, что оптимальной структуры источников финансирования не существует [2, 4–6]. Реальная финансовая политика компаний зависит от предпочтений менеджмента и в современных условиях часто выступает симбиозом различных теорий [3].

Целью данной статьи является теоретическое обоснование решений руководства российских компаний из разных секторов экономики при выборе источников финансирования и анализ факторов, оказывающих влияние на этот выбор.

Основная часть. Выбор финансовых менеджеров — теория иерархии. Результаты исследований, базирующихся на эмпирических данных по развивающимся рынкам, к которым относят и Россию, свидетельствуют о наибольшем влиянии на решения менеджмента компаний теории иерархии. В числе преимуществ данной теории выделяют простой принцип последовательного выбора источников финансирования: от более выгодных к менее выгодным [7, 8].

Аналитики, основываясь на российских данных, чаще всего приходят к выводу о предпочтении финансовыми директорами теории иерархии [3]. Выбор финансовых источников при этом подходе начинается с тех, которые меньше подвержены информационным издержкам и одновременно минимизируют риски. Исследователи

справедливо отмечают, что в условиях асимметрии информации предпочтительными для менеджмента компаний являются внутренние источники финансирования [9]. Далее идут краткосрочные обязательства и в последнюю очередь — долгосрочные обязательства. В соответствии с этим на данных выборки от крупных компаний российского рынка была протестирована гипотеза о том, что финансовые решения принимаются ими в соответствии с теорией иерархии [1]. Аналогичный вывод был сделан также и при оценке панельных данных большой выборки российских предприятий [8]. Он подтвердил тот факт, что на выбор менеджмента российских компаний значительное воздействие оказывают институциональные особенности корпоративной среды, среди которых непрозрачность экономических отношений и монополистический характер экономики.

Проведены исследования формирования источников финансирования строительных компаний, предприятий машиностроительной и сельскохозяйственной отраслей. Строительные компании России в части таких детерминантов, как рентабельность и риск, также находятся под влиянием теории иерархии. По другим факторам (размер активов и возможности использования налогового щита) строительный сектор предпочитает принципы теории компромисса [3]. Региональные компании машиностроительной отрасли и аграрного сектора выбирают все ту же теорию иерархии [10, 11].

По мнению исследователей из университета Миссури, теория иерархии с поочерёдным выбором порядка финансирования капитала больше подходит для компаний, которые функционируют в условиях неблагоприятного выбора [12]. Весьма близкой позиции придерживаются и другие авторы, которые выделяют высокий уровень асимметрии информации как фактор выбора компаний с развивающихся рынков в пользу теории иерархии. Выбирая источники финансирования по доступности, компании с нестабильным окружением имеют некую плату за неопределённость [13].

Теорию иерархии также связывают с уровнем зрелости компаний. Финансовые решения таких компаний лучше объясняются теорией иерархии, чем решения растущих компаний [14]. Продолжительность работы на рынке оказывается более надёжным фактором выбора источников финансирования, чем наличие доступа к источникам публичного финансирования. Аналогичные выводы получены из панельных данных по выборке французских компаний [9].

Однако имеется и множество исследований, которые опровергают предпочтение только одной теории. Финансовые решения компаний из Восточной Европы свидетельствуют, что ни одна из теорий в полной мере не раскрывает особенностей финансирования капитала на этом рынке [2]. Решения менеджмента здесь отчасти соответствуют теории иерархии, отчасти — теории компромисса.

Особенности выбора источников финансирования. Следует обратить внимание на следующую проблему: компании при выборе источников финансирования, кроме предпочтений менеджмента, определённых из теорий структуры капитала, вынуждены иметь в виду детерминанты, которые коррелируют с выбором источников финансирования. Среди таких детерминантов отечественные авторы выделяют рентабельность, размеры компании, динамику роста, риски, структуру активов, доступность источников заёмного финансирования, налоги, макроэкономическое окружение [3]. Среди наиболее важных факторов, влияющих на формирование оборотного капитала, выделяют размер компании, структуру активов (доля материальных активов), объём выручки от продаж и прибыли, общие административные расходы, динамику продаж [15]. Данные, полученные по компаниям из США, свидетельствуют, что специфические для фирмы факторы играют большую роль, чем макроэкономические факторы. Тем не менее, нельзя игнорировать то обстоятельство, что на высокорискованных рынках объём долгового финансирования будет находиться на более низком уровне, по сравнению с развитыми. Высокие риски технических дефолтов при нестабильном денежном потоке не позволяют как самим компаниям, так и кредиторам быть уверенными в способности обслуживать дополнительную долговую нагрузку [11].

Данные исследований говорят также об обнаружении отрицательной зависимости структуры источников финансирования компаний от основных детерминантов. Отрицательное влияние размера компании на объём долгового финансирования объясняется возможностью таких компаний генерировать достаточный размер прибыли для реинвестирования [15]. Некоторые же авторы, опираясь на материалы международных исследований, утверждают о положительном эффекте привлечения дополнительного капитала для крупных участников рынка [16]. Оценка данных российских компаний свидетельствует об обратном: для крупных и эффективных компаний долговое финансирование инвестиций имеет негативный эффект [17].

Высокая рентабельность компании, согласно [6] и [16], имеет обратную корреляцию с объёмом привлечения внешнего финансирования. Такая проблема возникает особенно остро, если цена собственных и заёмных источников финансирования выравнивается под воздействием рыночных факторов. При высокой цене внешних источников финансирования увеличение долговой нагрузки приводит к сокращению рентабельности. Следовательно, рост рентабельности увеличивает заинтересованность менеджмента компаний наращивать долговое финансирование, однако факты свидетельствуют об обратном: следуя гипотезе franchise value, чтобы

максимизировать дивиденды для крупных акционеров, российские компании отказываются от увеличения долгового финансирования.

Относительно динамики активов и уровня долгового финансирования теоретически должна наблюдаться прямая связь, финансирование инвестиций за счет долговых инструментов увеличивает суммарные активы компании. Такая взаимосвязь подтверждается в подавляющем числе случаев [18]. Однако исключения всегда имеют место быть: по строительным компаниям значимой зависимости между этими показателями не обнаружено [3, 19].

Заключение. Таким образом, на основании исследований, базирующихся на эмпирических данных компаний с развивающихся рынков, в том числе России, можно утверждать о предпочтении финансовыми менеджерами компаний теории иерархии. Главным мотивом при выборе постулатов данной теории выступает ее простота — последовательный выбор из имеющихся источников финансирования от более выгодных к менее выгодным.

При выборе источников финансирования на финансовых менеджеров, кроме теоретических воззрений, оказывают влияние детерминанты структуры капитала. В конечном итоге именно от выбранных источников зависит структура капитала компании. Среди основных факторов (детерминантов) чаще всего выделяют рентабельность, размеры компании, динамику роста, текущую структуру активов, доступность источников заёмного финансирования, налоги, макроэкономическое окружение. Для компаний с развитых рынков факторы, связанные с внутренней средой компании, являются более весомыми, чем макроэкономические, для российских компаний — наоборот. Традиционный принцип «чем больше компания по размеру активов, тем эффективнее она использует привлеченный капитал» в отечественной практике также не работает, в крупных российских компаниях чрезмерное долговое финансирование инвестиций негативно влияет на рентабельность.

Подводя итоги данного исследования, отметим, что оценка эффектов от привлечения и использования источников финансирования всегда вызывает значительные дискуссии и требует постоянного анализа обстановки, что особенно актуально в условиях перманентного кризиса, наблюдаемого в течение последних трех лет.

Список литературы

1. Березинец И.В., Размочаев А.В., Волков Д.Л. Финансовые решения российских компаний: результаты эмпирического анализа. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2010;1:23–26. EDN: [LKZKOT](#)
2. Ивашковская И.В., Макаров П.В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы. *Корпоративные финансы*. 2010;3 (4):47–62. EDN: [NBNQWT](#).
3. Шевченко А.А. *Формирование структуры финансирования строительными компаниями развитых и развивающихся стран*. Ростов-на-Дону: РГСУ; 2013. 124 с. EDN: [ZNDCLZ](#).
4. Baker M, Wurgler J. Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*. 2002;57(1):1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
5. Davis GF, Cobb JA. Corporations and Economic Inequality Around the World: The Paradox of Hierarchy. *Research in Organizational Behavior*. 2010;30:35–53. <https://doi.org/10.1016/j.riob.2010.08.001>
6. Rioja F, Valev N. Financial structure and capital investment. *Applied Economics*. 2012;44(14):1783–1793. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.554376>
7. Kenneth Khang, Tao-Hsien Dolly King, Hung Nguyen. What determines outstanding corporate debt mix? Evidence from fractional multinomial logit estimation. *Applied Economics*. 2016;48(4):276–291. <https://doi.org/10.1080/00036846.2015.1078445>
8. Иванов И.Ф. Детерминанты структуры капитала публичных российских компаний. *Корпоративные финансы*. 2010;1(4):5–38. EDN: [MNJLOF](#).
9. Mabrouk L, Adel B. The pecking order theory and life cycle: Evidence from French firms. *Corporate Ownership and Control*. 2019;16(3):20–30. <https://doi.org/10.22495/cocv16i3art2>
10. Gasanov OS, Kovaleva NA, Kushnarenko TV, Lisitskaya TS, Mazi VV. Sources of financing for the machinery industry in the Rostov region: analysis and evaluation. In: *Business 4.0 as a Subject of the Digital Economy*. Cham; 2022. P. 305–312. https://doi.org/10.1007/978-3-030-90324-4_49. EDN: [FYZXBP](#).
11. Gasanov O, Lisitskaya T, Kovaleva N, Mazi V, Mitina I. Formation of funding sources for agribusiness organizations. In: *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*; 2019. Vol. 403. P. 012075. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/403/1/012075>. EDN: [NEKZKF](#).

12. Abdullazade Z, Trindade V. *Pecking Order Model of Corporate Financing: Review of Literature*. Department of Economics, College of Arts and Science, University of Missouri in Columbia; 2019. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.24510.02886>
13. Mertzanis Ch. Ownership structure and access to finance in developing countries. *Applied Economics*. 2017;49(32):3195–3213. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1257106>
14. Laarni T, Bulan, Zhipeng Yan. Firm Maturity and the Pecking Order Theory. *International Journal of Business and Economics*. 2010;9(3):179–199. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1760505>
15. Chongyang Chen, Kieschnick R. Bank credit and corporate working capital management. *Journal of Corporate Finance*. 2018;48:579–596. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.013>
16. Halit Gönenç, Daniel J. de Haan. Firm Internationalization and Capital Structure in Developing Countries: The Role of Financial Development. *Emerging Markets Finance and Trade*. 2014;50(2):169–189. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X500210>
17. Федорова Е.А., Рыбалкин П.И., Федоров Ф.Ю. Взаимосвязь структуры капитала и эффективности компаний в России. *Финансы и кредит*. 2017;48(23):2872–2887. EDN: [ZXACGD](https://doi.org/10.2753/REE1540-496X500210).
18. Agha Jahanzeb, Norkhairul Hafiz Bajuri, Aisha Ghori, David McMillan (Ed). Market power versus capital structure determinants: Do they impact leverage? *Cogent Economics and Finance*. 2015;3(1):1017948. <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1017948>
19. Wan Mansor Wan Mahmood, Rozimakh Zakaria. Profitability and Capital Structure of the Property and Construction Sectors in Malaysia. *Pacific Rim Property Research Journal*. 2007;13(1):92–105. <https://doi.org/10.1080/14445921.2007.11104224>

Об авторах:

Гасанов Оскар Сейфуллович, доцент кафедры «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» Донского государственного технического университета (344022, РФ, г. Ростов-на-Дону, ул. Социалистическая, 162/32), канд. эконом. наук, osgas@mail.ru

Приходько Дарья Витальевна, магистрант кафедры «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» Донского государственного технического университета (344022, РФ, г. Ростов-на-Дону, ул. Социалистическая, 162/32), dashaprikhodko99@yandex.ru

About the Authors:

Oscar S. Gasanov, associate professor of the Accounting, Analysis and Audit Department, Don State Technical University (162/32, Sotsialisticheskaya str., Rostov-on-Don, 344022, RF), Cand. Sci. (Economics), osgas@mail.ru

Darya V. Prikhodko, Master's degree student of the Accounting, Analysis and Audit Department, Don State Technical University (162/32, Sotsialisticheskaya str., Rostov-on-Don, 344022, RF), dashaprikhodko99@yandex.ru