

ния, порождает дополнительные риски для трансформационных реформ. Без предварительного укрепления институтов переходная экономика рискует остановиться в своем развитии и даже может разрушиться. Именно институты в состоянии вывести экономику на нужную из траекторий развития, спектр которых обозначен на рис. 3.

Изначально упадническое на старте трансформационных реформ и нерформируемое состояние институтов способствует стагнации экономики по траектории I. Слабые институты и распространение грабберства, вероятнее всего, поведет экономику по траектории II, обесценив первоначальные экономические достижения. И только изначально сильные институты способны вывести экономику на траекторию устойчивого роста III.

Таким образом, ресурсоизбыточность экономики, создающая порой дополнительные риски, может быть обращена в пользу реформ, но только в условиях сложившихся сильных институтов, препятствующих закреплению неэффективных практик и способствующих развитию правильных форм экономической деятельности. А природные ресурсы как таковые могут послужить источником накопления капитала для финансирования успешных стратегий роста.

А. М. Яковлева, М. А. Осколкова (ГФ НИУ ВШЭ, Пермь)

АНАЛИЗ СОВРЕМЕННЫХ ПОДХОДОВ К ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОМПАНИИ

Вопрос выбора структуры капитала является одним из наиболее актуальных для компании, менеджеры которой на определенном этапе ее развития должны решить проблему выбора между источниками финансирования. Посредством изменения соотношения собственных и заемных средств, менеджер может влиять на риски и стоимость обслуживания каждого вида капитала, свободные денежные потоки компании и на результаты деятельности предприятия в целом.

Вопрос формирования структуры капитала обсуждался еще в ранних работах Модильяни и Миллера (Modigliani, Miller, 1958), посвященных статическому исследованию влияния выбора того или иного источника финансирования на стоимость привлечения капитала и стоимость компаний. Введя несколько жестких ограничительных предпосылок, связанных с гипотезой эффективного рынка и отсутствием корпоративных налогов, исследователи пришли к выводу, что стоимость любой компании определяется исключительно ее будущими доходами и, следовательно, не зависит от стратегии ее финансирования. Позже данная теория получила развитие, т. к. первоначальные выводы не подтвердились на практике: в модель были введены корпоративные налоги и издержки финансовых трудностей компании ввиду неблагоприятной структуры капитала. Исследователи пришли к мнению, что стоимость бизнеса при отклонении размера займов от определенного (оптимального) значения будет иметь тенденцию к снижению.

Данная зависимость легла в основу теории компромисса (Myers, 1984), утверждающей, что в процессе принятия финансовых решений любая компа-

ния стремится найти некоторое оптимальное значение коэффициента долговой нагрузки. Под оптимальностью понимают такую комбинацию ценных бумаг, которая максимизирует рыночную капитализацию бизнеса и соответствует минимальному значению средневзвешенных затрат на капитал компании (WACC). После введения предпосылки об асимметрии информации, возникла теория иерархии (Myers, Majluf, 1984), которая гласит, что между менеджерами компании и ее собственниками возможна проблема недобросовестного поведения, которая перевесит преимущества и издержки, рассматриваемые в теории компромисса. Также предполагается, что издержки асимметрии информации и транзакционные издержки достаточно высоки, что вносит отдельные коррективы в процесс оптимизации структуры капитала по критерию его средневзвешенной стоимости.

Несмотря на то, что рассмотренные теории структуры капитала были приближены к реальным условиям, после проведения различных эмпирических исследований, был выявлен ряд сильных недостатков. Вследствие необходимости решения допущенных недочетов возникла динамическая концепция оптимизации структуры капитала, которая рассматривала не только само оптимальное значение, но и исследовала динамику фактической структуры капитала во времени (Jalilvand, Harris, 1984). Данная теория впоследствии послужила основным толчком к развитию поведенческого подхода в оптимизации структуры капитала, который полностью отвергает изначальные предпосылки теории Модильяни-Миллера и учитывает иррациональность поведения индивидов при принятии решений. Результатом различных эмпирических исследований стало появление нескольких мощных поведенческих концепций структуры капитала: теории отслеживания рынка (Baker, Wurgler, 2002), информационных каскадов (Bikhchandani, 1992), автономии инвестиций менеджеров (Dittmar, Thakor, 2007), а также анализ влияния личных качеств менеджеров на принятие решений о формировании структуры капитала компании (Hackbarth, 2004). Данные теории основываются на утверждении, что несовершенная рациональность участников рынка значительно влияет на выбор структуры капитала компании. Так, основная идея теории информационных каскадов заключается в том, что в большинстве случаев менеджер компании склонен к имитации действий и решений управленцев компаний-аналогов или к следованию какому-либо среднетраслевому значению, независимо от того, будет ли данное значение оптимальным для данной компании. На принятие подобных решений, безусловно, будут влиять и личные качества менеджера компании, такие, как степень его уверенности, оптимизма, опытность, отношение к риску и др. В ходе эмпирических проверок теории отслеживания рынка (Baker et al, 2007) и вообще был сделан вывод о том, что оптимальной структуры капитала не существует, т. е. не существует какого-то фиксированного соотношения собственного и заемного капитала. Данное соотношение изменяется во времени так скоро, как скоро изменяется текущая рыночная стоимость компании.

Таким образом, традиционные теории формирования структуры капитала, основывающиеся на рациональности поведения экономических индивидов, на практике показали свою несостоятельность. В действительности компании чаще всего отклоняются от конкретной оптимальной стратегии финансирования и в большинстве случаев не стремятся к ее достижению. Однако следует предположить, что менеджеры в принятии решений относительно формиро-

вания структуры капитала компании руководствуются определенной логикой, строящейся как на личных характеристиках управленца, так и на каких-либо экзогенных составляющих, прямо или косвенно влияющих на ведение бизнеса. Современные подходы к оптимизации структуры капитала имеют практическую направленность и учитывают самые разнообразные детерминанты, которыми могут руководствоваться менеджеры в процессе формирования стратегии финансирования своих компаний.

На наш взгляд, при помощи современных поведенческих теорий, заключающихся в анализе действий иррациональных экономических индивидов, появляется возможность объяснить отклонение фактического соотношения собственных и заемных средств от оптимального. В дальнейшем исследовании планируется при помощи традиционных финансовых методов рассчитать оптимальную структуру капитала компаний в выбранной отрасли, а затем, сравнивая полученные результаты с фактическими значениями, обосновать полученные различия с точки зрения современных концепций структуры капитала.

Список литературы

1. Baker M., Wurgler J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*.
2. Baker M., Ruback R., Wurgler J. (2007). Behavioral corporate finance. In B. Eckbo, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (Vol. 1). North-Holland, Amsterdam: *Handbook of Finance Series*, Elsevier.
3. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. A Theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades // *Journal of Political Economy*, 100, 1992, pp. 992–1026.
4. Dittmar A., Thakor A. Why do firms issue equity? // *Journal of Finance*, 2007.
5. Jalilvand A., Harris R. Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study. *Journal of Finance* 39, 1984, p. 127–144.
6. Hackbarth D. Managerial Traits and Capital Structure Decisions // *Working paper*, 2004.
7. Modigliani F., Miller M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* (48), 261–297.
8. Myers S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance* (39), 575–592.
9. Myers S., Majluf N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* (13), 187–221.