

**А.В. Размочаев (Высшая школа менеджмента Санкт-Петербургского Государственного университета)**

**Структура капитала в российских компаниях: результаты эмпирического тестирования теории компромисса и теории иерархии**

Основной задачей финансового менеджмента фирмы является максимизация богатства ее собственников. Решения менеджмента относительно выбора источников финансирования проектов и структуры капитала в целом влияют не только на текущую ценность фирмы, но и на ее способность создавать ценность в будущем: нерациональная политика финансирования может привести к банкротству компании из-за чрезмерной долговой нагрузки. С другой стороны, компания может отказаться от прибыльных инвестиционных проектов из-за чрезмерно консервативной финансовой политики. В первом случае ценность фирмы разрушается, во втором случае менеджмент компании не в полной мере использует ее потенциал создания ценности (конкурентные преимущества). С момента выхода классической работы М. Миллера и Ф. Модильяни 1958 г., было проведено достаточно много исследований для ответа на вопрос, почему компании формируют определенную структуру капитала. Разработано множество теорий, объясняющих как выбор структуры капитала в целом, так и отдельные аспекты принятия решений по финансированию, однако ни одна из них не была полностью подтверждена эмпирически. В данном исследовании представлены результаты эмпирического анализа двух наиболее разработанных теорий структуры капитала: теории стационарного соотношения (*static trade-off*) и теории иерархии (*pecking order theory*). Согласно теории стационарного соотношения, структура капитала компании формируется в результате поиска равновесия между выгодами и издержками, связанными с долговой нагрузкой компании. Выгоды использования долговой нагрузки включают в себя налоговое прикрытие, рост «дисциплинированности» менеджеров, а также снижение агентских издержек, связанных со свободным денежным потоком. Издержки использования долговой нагрузки включают в себя издержки финансовых затруднений, банкротства, а также агентские издержки использования долговой нагрузки. В точке равенства выгод и издержек долговой нагрузки структура капитала будет оптимальной, а ценность компании – максимальной. Согласно теории иерархии, асимметрия информации между участниками рынка заставляет менеджмент следовать определенной иерархии при выборе источников финансирования: нераспределенная прибыль является наиболее предпочтительным источником, в то время как эмиссия обыкновенных акций – наименее предпочтительным. Таким образом, оптимальной структуры капитала не существует, а есть обоснованный порядок выбора источников финансирования. Результаты эмпирического анализа указанных выше теорий, проводившегося многими исследователями (отметим работы Ю. Фамы и К. Френча, Р. Раджана и Л. Зингалеса, Л. Бута и соавторов, а также Н. Делькур) к настоящему времени все еще не позволяют сделать однозначный выбор в пользу одной из концепций. Было выявлено, что институциональные особенности стран являются значимым фактором при определении структуры капитала фирмы. Данный результат указывает на необходимость всестороннего анализа решений по финансированию как можно большего числа национальных компаний. Для российских компаний проблема формирования структуры капитала является сравнительно новой: в России фондовый и облигационные рынки были сформированы относительно недавно, и доступ к данным источникам финансирования для большинства компаний до

последнего времени был ограничен. В то же время, в ряде отраслей экономики компании взяли на себя избыточную долговую нагрузку, что в условиях экономического кризиса поставило их на грань банкротства. Эти факты демонстрируют, что менеджмент большинства российских предприятий только начинает осознавать стратегическую важность продуманной политики финансирования предприятия. Отметим исследования И. Ивашковской и М. Солнцевой, проводившиеся на данных по российским компаниям, а также компаниям из Китая и Бразилии. Авторы приходят к выводу, что ни теория компромисса, ни теория иерархии не могут быть отвергнуты, а также подтверждают значимость институциональной среды, в которой оперирует компания. В представленном исследовании выдвигается и тестируется гипотеза о том, что российские компании формируют структуру капитала в соответствии с теорией иерархии. Исследование проводится на выборке данных по 170 российским компаниям – открытым акционерным обществам (ОАО) за период 2000-2008 гг. Из выборки исключены компании, которые являются финансовыми посредниками и компании из сектора коммунальных услуг. Отбор компаний обусловлен тем, что публичные компании, по нашему мнению, имеют доступ к большему числу разнообразных источников финансирования. Кроме того, информация по ОАО является более доступной, достоверной и полной, нежели чем по компаниям других форм собственности. Это позволяет проанализировать влияние большего количества факторов на процесс принятия решений по финансированию. В работе используется эконометрический инструментарий для установления связи между леввереджем компании и такими внутрифирменными характеристиками, как: операционная эффективность, риск, дивидендная политика, налоговое прикрытие и инвестиционные возможности. В качестве результирующего признака используются различные показатели долговой нагрузки. Проведенный анализ при помощи выбранной модели для указанной выборки компаний позволяет установить влияние указанных выше факторов на средний уровень долговой нагрузки фирмы и сделать выводы относительно выдвинутой гипотезы исследования.