

ФОРМИРОВАНИЕ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЙ КАК ФАКТОР ТРАНСФОРМАЦИИ СИСТЕМЫ ИСТОЧНИКОВ ИХ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Е. С. Будилова

Воронежский государственный университет

Поступила в редакцию 22 мая 2014 г.

Аннотация: в статье рассматриваются факторы, определяющие трансформацию системы источников финансирования предприятий, основные теоретические подходы к формированию структуры их капитала; исследуется влияние процесса формирования структуры капитала предприятий на трансформационные процессы в системе источников их финансирования.

Ключевые слова: капитал предприятия, структура капитала предприятия, источники финансирования, трансформация системы источников финансирования.

Abstract: defines determining factors of the transformation of system of founding sources, the main theoretical approaches to the capital structure of enterprises. Justifies the influence of choice of capital structure on the transformation of system of founding sources.

Key words: founding sources of enterprises, capital structure of enterprises, founding sources, transformation of system of founding sources.

На макроэкономическом уровне системе источников финансирования предприятий свойственно циклическое развитие, характеризующееся волнообразным движением при регулярном чередовании фаз подъема и спада (от кризиса до кризиса). С теоретической точки зрения объяснение циклического, неравномерного развития системы источников финансирования связано с понятием трансформации системы. Трансформацию следует рассматривать как процесс, в ходе которого происходит количественное и качественное преобразование структуры, которое не может быть прервано, либо приостановлено самой системой; либо как результат процесса структурного преобразования (тенденция) [1, с. 433].

Трансформационные процессы и изменения в любой системе связаны с состоянием ее неустойчивости, достигающем в результате накопления количественных и качественных изменений в ее структурных элементах.

На макроэкономическом уровне источники финансирования предприятий складываются в сложную систему, имеющую кольцевую структуру, которая представлена тремя концентрическими кругами: 1) использованные; 2) доступные; 3) по-

тенциальные источники финансирования [2, с. 35]. Каждый из концентрических кругов представляет собой совокупность и многообразие финансовых инструментов. Они могут быть сгруппированы в отдельные подсистемы: а) подсистему, где источники финансирования сгруппированы по критерию принадлежности предприятию: собственные, заемные, привлеченные; б) подсистему источников финансирования, сгруппированных по срокам привлечения: краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и др.

В настоящее время в отечественной и зарубежной экономической литературе активно обсуждаются вопросы, связанные с негативными последствиями «перенакопления» кредитных ресурсов в общем объеме источников финансирования на макроуровне [3, с. 196–199]. В этой связи особую актуальность приобретают исследования структурных сдвигов в соотношении собственных и заемных источников финансирования.

Система источников финансирования предприятий является открытой и чувствительной к влиянию факторов внешней среды, поэтому количественные и качественные изменения в соотношении собственных и заемных источников финансирования обусловлены преимущественно влиянием внешних макроэкономических факторов, таких как:

1) глобализация мирового финансового рынка (и как следствие – либерализация национального финансового рынка); 2) уровень развития банковского сектора и национального фондового рынка и др. [1].

Структурные сдвиги в соотношении собственных и заемных источников финансирования на уровне всей системы определяются не только внешними, но и внутренними факторами. Одним из существенных факторов, оказывающих влияние на изменение соотношения собственных и заемных источников финансирования, выступает формирование предприятиями своей структуры капитала.

В последние годы характерной особенностью российской экономики является активное привлечение внешнего финансирования корпоративным сектором, о чем свидетельствуют как темпы роста внешнего долга частного сектора экономики, так и объемы привлеченных банковских кредитов отечественными предприятиями в период с 2006 г. по настоящее время [4]. Понимание подобного поведения отечественных предприятий требует анализа основных теоретических закономерностей в области построения оптимальной структуры капитала предприятий. Поскольку исследования в данной области преимущественно ставят своей целью определение оптимального соотношения собственных и заемных источников финансирования для предприятий, в них содержатся и теоретические обоснования причин, побуждающих предприятия к использованию внешнего долгового финансирования.

Существует несколько определений понятия «структура капитала», одно из которых (классическое) трактует структуру капитала как комбинацию ценных бумаг фирмы [5, с. 11]. Это определение предполагает, что предприятие финансирует свою деятельность исключительно за счет эмиссии ценных бумаг и последующей их продажи внешним инвесторам. Более точным, на наш взгляд, является такое определение: «под структурой капитала понимается соотношение источников финансирования деятельности организации в их общем объеме» [6, с. 55, 59].

Основоположниками теории структуры капитала считаются американские ученые Ф. Модильяни и М. Миллер, выдвинувшие теорему, утверждающую, что стоимость компании не зависит от соотношения собственного и заемного финансирования. Иными словами, менеджмент компании может случайным образом выбирать источники финансирования, на стоимость компании этот вы-

бор не окажет никакого влияния. Поскольку предпосылки, ограничивающие действие теоремы, являлись спорными с точки зрения реального экономического пространства, впоследствии появилось множество исследований в области структуры капитала. Тем не менее сущность данных исследований сводилась либо к верификации утверждений американских ученых, либо к опровержению предпосылок теоремы Ф. Модильяни и М. Миллера.

Отечественными учеными была предпринята попытка систематизации накопившихся исследований в области структуры капитала. По мнению Н. Б. Рудык и И. Я. Лукасевича, все теоретические исследования структуры капитала можно сгруппировать в модели: 1) средневзвешенной и предельной стоимости капитала (традиционный подход); 2) стационарного соотношения (теория статистического равновесия, компромиссная теория); 3) асимметричной информации; 4) агентских издержек; 5) корпоративного контроля; 6) стейкхолдеров; 7) шумовой торговли (поведенческая и синхронистическая теории структуры капитала) [5; 7, с. 657].

Каждая из названных моделей имеет свои доводы в пользу привлечения заемного финансирования.

Традиционный подход к формированию структуры капитала предполагает, что заемные источники финансирования обходятся предприятию дешевле собственных, так как выплаты в пользу кредиторов фиксированы, носят обязательный характер и являются первоочередными по сравнению с выплатами в пользу владельцев. В случае банкротства требования кредиторов удовлетворяются прежде требований собственников. Поскольку кредиторы подвергаются значительно меньшим рискам по сравнению с собственниками, они вынуждены довольствоваться более низкой доходностью. Использование долгового финансирования создает и так называемый эффект «налогового щита», который также снижает фактическую цену привлеченных долговых средств. Налоговый щит возникает в распоряжении компании в случае законодательно разрешенной возможности вычитать из налогооблагаемой базы проценты по кредитам. Несмотря на рациональные в целом предпосылки, традиционный подход не находит должного подтверждения на практике. В частности, из него следует, что предприятиям надлежит использовать максимально возможную долю заемных источников в финансировании. Однако эмпирические исследования показывают, что доля долгового финансирования

в общем объеме финансирования реального сектора редко превышает 50 %, причем на практике эта величина, как правило, ниже [7].

Не опровергают необходимость использования заемного финансирования и модели стационарного соотношения. В отличие от традиционного подхода в рамках данных моделей привлечение заемного финансирования ограничивается издержками банкротства и финансовых затруднений. Привлечение заемных средств, с одной стороны, снижает общие издержки финансирования из-за более низкой стоимости, с другой – увеличивает риск неисполнения обязательств перед кредиторами, ведущих к возникновению финансовых затруднений и в конечном итоге – банкротству. Возникновение финансовых затруднений, равно как и ситуация банкротства, влечет за собой издержки, известные в мире как издержки банкротства. Отсюда модели стационарного соотношения рекомендуют предприятиям использовать заемные источники финансирования до тех пор, пока эффект от налоговых выгод превосходит издержки финансовых затруднений.

Причины обращения предприятий к инструментам долгового финансирования рассматриваются и в моделях асимметричной информации, наиболее известной среди которых по праву считается теория иерархии, впервые предложенная и обоснованная С. Майерсом и развитая в его совместных работах с Н. Мэйлуфом и другими исследователями. Согласно данной теории, именно асимметричность информации определяет как сам выбор предприятий между внутренними и внешними источниками финансирования, так и устанавливает определенную последовательность в использовании их основных видов. Согласно теории иерархии, инвестиции должны финансироваться прежде всего за счет внутренних источников и лишь в случае их недостатка – за счет займов (долгового финансирования инструментов) и в последнюю очередь за счет выпуска нового собственного капитала (акций). Теория иерархии устанавливает приоритетность в использовании долгового финансирования над долевым. Аргументируя необходимость соблюдения определенной последовательности в использовании различных источников финансирования, теория иерархии объясняет, почему наиболее прибыльные предприятия обычно меньше делают займов и почему менее прибыльные фирмы в ситуации недостаточности инвестиционных ресурсов свое предпочтение отдают долговому финансированию.

Модели агентских издержек рассматривают наращивание долговых обязательств в структуре финансирования предприятия как один из механизмов дисциплинарного эффекта, направленного на менеджмент компании. По мнению ученых – приверженцев моделей агентских издержек, увеличение долговой нагрузки на предприятие дисциплинирует менеджмент компании в вопросах использования свободных денежных средств, сокращая их доступный объем и ограничивая возможности нерационального использования, что приводит к сокращению неэффективных инвестиций, снижению объемов выплат и привилегий руководству и т.п.

Разновидностью моделей агентских издержек выступают модели корпоративного управления. В них привлечение заемных источников финансирования и увеличение долговых обязательств представляется своеобразным механизмом защиты от попыток недружественных поглощений. В то же время, если компания все же стала целью враждебного поглощения, в финансировании компании наблюдается тенденция к сокращению объемов собственного капитала и наращиванию объемов долговых обязательств. В момент недружественного поглощения компания активно скупает голосящие акции своих акционеров. Основным источником финансирования выкупа акций становятся инструменты долгового финансирования.

Модели стейкхолдеров и поведенческие модели в большей степени описывают поведение компаний при принятии решений по финансированию, нежели определяют причины, побуждающие предприятия к использованию заемного финансирования.

Завершая рассмотрение моделей структуры капитала, подведем основные итоги. Существуют вполне определенные выгоды заемного финансирования, к наиболее значимым из которых следует отнести: более низкую стоимость, создание «налогового щита», дисциплинирующее воздействие на менеджмент, экономичный способ разрешения агентских конфликтов, возможность применения в качестве защиты от поглощений. Указанные выгоды способствуют накоплению определенной доли заемных средств в структуре финансирования предприятий. В то же время повышенный интерес предприятий к заемным источникам финансирования в определенный момент может привести к изменению соотношения между собственными и заемными источниками финансирования на макроэкономическом уровне в пользу последних. Если количественные характеристики такого изменения близки к критической

точке, «при достижении которой цена заемного капитала возрастает до такой степени, что поглощает эффект, достигаемый налоговым преимуществом его использования» [6], система источников финансирования может войти в состояние неустойчивости и, как следствие, произойдет очередной кризис в ее развитии. Таким образом, справедливо считать, что выбор предприятиями структуры капитала может выступать одним из факторов, обуславливающих трансформационные изменения и преобразования в системе источников финансирования.

ЛИТЕРАТУРА

1. Будилова Е. С. Система источников финансирования предприятий / Е. С. Будилова // Экономика и предпринимательство. – М., 2013. – № 9.
2. Пиллюга А. В. Источники финансирования и формирования капитала акционерного общества : дис. ...

Воронежский государственный университет

Будилова Е. С., соискатель кафедры финансов и кредита

E-mail: Sms6@yandex.ru

Тел.: 8-903-851-64-20

канд. экон. наук / А. В. Пиллюга. – Саратов : Саратов. гос. соц.-экон. ун-т, 2000.

3. *Уэрта Де Сото Х.* Деньги, банковский кредит и экономические циклы / Х. Уэрта Де Сото ; пер. с англ. ; под ред. А. В. Куряева. – Челябинск : Социум, 2008.

4. Будилова Е. С. Структура источников финансирования российских предприятий как предпосылка возникновения кризиса / Е. С. Будилова // Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России : сб. статей Междунар. науч.-практ. конф. – Воронеж : ВГУ, 2018. – С. 399–404.

5. Рудык Н. Б. Структура капитала корпораций : теория и практика / Н. Б. Рудык. – М. : Дело, 2004.

6. Сысоева Е. Ф. Сравнительный анализ подходов к проблеме оптимизации структуры капитала / Е. Ф. Сысоева // Финансы и кредит. – 2007. – № 25 (265).

7. Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент : учебник / И. Я. Лукасевич. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Эксмо, 2010.

Voronezh State University

Budilova E. S., Post-graduate Student of the Finances and Credit Department

E-mail: Sms6@yandex.ru

Tel.: 8-903-851-64-20