

## 8.4. ДИНАМИЧЕСКАЯ КОНЦЕПЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА В УПРАВЛЕНИИ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

Астраханцева И.А., к.э.н., доцент кафедры  
экономики и организации предприятия

*Ивановский государственный энергетический университет им. В.И. Ленина*

В статье предлагается использовать динамическую концепцию структуры капитала компании для разработки стратегии финансирования инвестиционных потребностей фирмы. Доказывается конечность возможности финансирования активов компании за счет заемного капитала. Дается определение понятия нерегулярного (несистематического) заемного капитала и с его помощью объясняется несоответствие целевой и текущей структуры капитала компании.

Управление стоимостью компании относится к области финансового менеджмента. Однако в рамках финансового менеджмента часто процесс управления стоимостью компании представляется набором технических приемов, используемых в зависимости от выбранной стратегии, или различных методов оценки стоимости фирмы.

Успех компании в этой области зависит от выбранных финансовых стратегий, имеющихся в ее распоряжении при финансовом планировании. Разработка и внедрение в практическую деятельность финансовой стратегии является актуальным вопросом в бизнесе и в научных исследованиях. В качестве основной методологической базы при разработке финансовой стратегии используется фрактальная методология управления стоимостью компании [1].

Финансовое моделирование стратегии, основанной на оптимизации стоимости компании как реализации концепции устойчивого роста, можно разбить на следующие этапы:

- определение видения компании в социально-экономической среде;
- определение стратегических целей развития;
- формирование финансовой стратегии для достижения этих целей;
- определение ключевых показателей и их целевых значений реализации финансовой стратегии;
- разработка операционного уровня реализации стратегии (планы, бюджеты, действия);
- реализация намеченной стратегии и тактики;
- анализ, оценка и контроль эффективности достижения заданных целевых показателей.

Критерий оптимизации стоимости должен быть реализован на каждом этапе развития фирмы, однако как ключевой показатель оценки эффективности достижения целей и реализации стратегии он актуализируется лишь на определенной стадии развития компании и ее внешней среды.

Компания является нелинейной социально-динамической системой. Компания – это совокупность элементов (отделов, цехов, департаментов и т.д.), которые находятся между собой в определенных отношениях (горизонтальные и вертикальные связи и зависимости) и образуют целостность. Связи между элементами системы обеспечивают целостность и обособленность функционирования и развития отдельно взятой компании.

Фазовую область стоимости компании можно разделить на две части: область быстрой и медленной дина-

мики показателя. Социально-экономические условия хозяйствования также условно делятся на эти две части. Периоды кризиса можно отнести к области быстрой динамики. В эти моменты происходит смена стадий развития рынка, а именно – от одной устойчивой фазы развития к другой устойчивой фазе развития. Периоды кризисов можно описать как периоды целостных изменений, регулярно возникающих, меняющихся стабильные стадии. В эти периоды компания должна сделать финансовый рывок в своем развитии (третья производная функции стоимости по времени), чтобы предложить новым стадиям развития рынка новую структуру организации бизнеса.

После кризиса возникают стадии роста рынка, на которых происходит установление фундамента для новых управленческих стереотипов, стратегий, подходов, концепций бизнеса. Далее наступает зрелость рынка, которую можно назвать областью медленной динамики показателя стоимости. На каждом этапе развития компании бизнес по-разному реагирует на изменения внешней среды. И чем ниже этап, тем ниже осознание того, что сами компании являются источником собственного краха, так как новизне истории необходимо предлагать новизну решений.

Компания, являясь сложной системой, образована большим числом взаимодействующих элементов. Они взаимодействуют между собой по достаточно простым правилам. Однако система (компания) целиком становится источником новых свойств, которые невозможно предсказать из-за большого числа связей.

Компания как сложная система обладает способностью к самоорганизации и эволюции. В зависимости от внешней и внутренней среды, компания перестраивается, возникают новые свойства, новый этап развития. Под критическим состоянием компании понимается такое состояние, когда она особо чувствительна к внешним факторам, т.е. небольшое изменение в компании может вызвать непропорционально большой результат. Поэтому компания является нелинейной системой. Критическое состояние компании является эволюционным процессом развития фирмы, во время которого происходит переход с одного этапа развития на другой.

Для управления стоимостными характеристиками компании, кроме управления активами компании и генерирования финансовых временных рядов, необходимо управлять структурой капитала. Для решения этого вопроса автор в соответствии с фрактальной теорией управления стоимостью компании придерживается динамической концепции структуры капитала.

Статическая теория структуры капитала дает ответ только на один вопрос – об оптимальном значении этой структуры. Динамическая концепция, не отрицая, а, наоборот, используя достижения статической теории, претендует на роль более обширной теории структуры капитала. Она исследует фактическую структуру капитала, ее соотношение с оптимальной, а также причины, скорость, направления изменения. Таким образом динамическая концепция фактически использует динамические показатели, применяя их к структуре капитала. В этом проявляется взаимосвязь авторской теории управления стоимостью компании и, как следствие, динамическое управление структурой капитала.

Большинство ученых, таких как Титман и Весселс [13], Райан и Зингалес [15], Хешмант [7], Леланд [10], занимающихся исследованиями в этой области, при-

шли к выводу, что компании, у которых высоки издержки трансформации фактической структуры капитала в оптимальную, предпочитают длительное время не менять ее. Исследования ученых Грэма и Харви [5], Брунелла [3], Дробеца [4] обосновывают стремления компаний с одной стороны оптимизировать структуру капитала, а с другой – сохранить финансовую гибкость фирмы. Поэтому ввиду циклического развития компании, шоковых инвестиций, значения структуры капитала могут отклоняться от оптимальной величины, достижение которой не всегда является стратегической целью компании [9].

Ввиду вышеописанного круга вопросов необходимо разработать стратегию финансирования инвестированного капитала, основанную на динамической концепции структуры капитала компании. Она должна иметь долгосрочную целевую перспективу в виде определенного уровня финансового рычага, реагировать на инвестиционные потрясения, зависеть от характера инвестиционных вложений и предельной доходности активов.

При реализации стратегии финансирования инвестированного капитала предлагается использовать понятие нерегулярной (несистематической) задолженности. Это понятие не является синонимом краткосрочной задолженности. В компании присутствует постоянный (перманентный) заемный капитал, который может увеличиваться, снижаться или быть просроченным в зависимости от обстоятельств. Временный заемный капитал может включать в себя облигационный заем, кредиты, кредитные линии. Он может быть погашен в краткосрочном или среднесрочном периоде для повышения заемного потенциала компании. Именно такой заемный капитал называется нерегулярной задолженностью.

Использование нерегулярного заемного капитала и целевой структуры капитала взаимосвязано с инвестиционными возможностями компании, потому что заимствование является экономически эффективным средством увеличения капитала, когда инвестиционный шок и потрясения вынуждают компанию увеличить активы.

Возможность и способность получения заемного капитала для компании является конечной величиной. Если компания делает заимствования в настоящем периоде, то в издержки по получению займа нужно включать в затраты, связанные с невозможностью кредитования в будущем периоде. Поэтому необходимо учитывать издержки заимствования в каждом периоде времени, т.е. упущенные будущие возможности заимствования должны отражаться в стоимостных единицах.

Целевая структура капитала является более консервативной, чем это может подразумеваться. Чаще всего используется статичная модель целевой структуры капитала. Компании могут принимать решения отклоняться от нее, а затем восстанавливать целевую структуру за счет сокращения задолженности с учетом временного лага. Однако в эти моменты снижаются инвестиционные возможности компании и налогооблагаемая прибыль. Долгосрочный целевой уровень структуры капитала компании является идеальной структурой капитала, позволяющей с помощью оптимального баланса сохранять возможности заимствования в будущем периоде.

В случае отсутствия инвестиционного шока в течение нескольких периодов подряд компания имеет возможность снизить уровень долга, если он превышает целевую структуру капитала компании. Таким образом, уровень долга является функцией, зависящей от ве-

роятности распределения инвестиционных возможностей, налогов, дополнительных финансовых издержек в кризисные периоды, затрат на эмиссию собственного капитала, а также затрат на поддержание определенного уровня денежных средств.

Под нерегулярным (несистематическим) заемным капиталом текущего периода предлагается понимать разность между заемными капиталами в целевой и текущей структуре капитала (рис. 1).

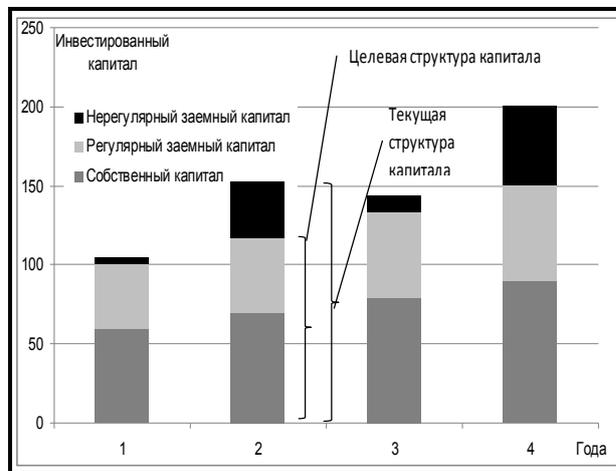


Рис. 1. Целевая и текущая структуры капитала

Текущая структура капитала – это структура капитала в настоящий момент времени. Она представляет собой, по мнению автора, три составляющие: собственный капитал, регулярный заемный капитал и нерегулярный заемный капитал. Целевая структура капитала – это отношение заемного и собственного капитала, к которому компания стремится, периодически и сознательно отклоняясь от него. Эта структура является динамичной, она изменяется во времени с изменением производственных, финансовых и инвестиционных условий деятельности компании.

Чем выше темп прироста инвестированного капитала, чем выше потребность в финансировании за счет нерегулярного заемного капитала (рис. 2). Если у компании нулевой темп прироста инвестированного капитала, то потребность в финансировании за счет нерегулярного заемного капитала отпадает, поэтому его величина в течении жизни компании равна нулю.

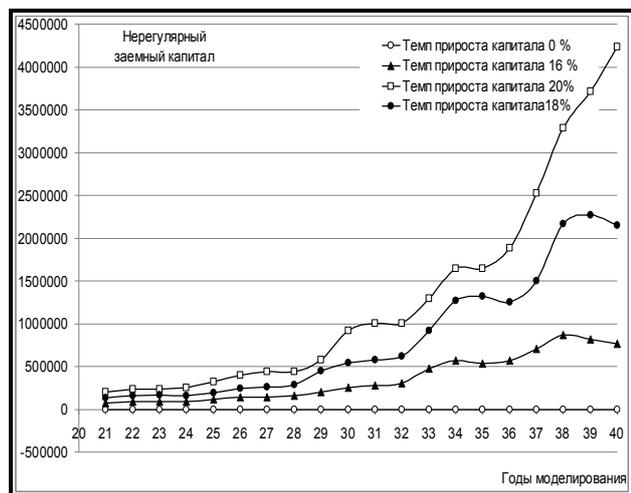
Прогнозированием целевой структуры капитала занимались такие ученые, как М. Лемон, М. Робертс, Дж. Зендер [11], Фишер, Хенкель и Зечнер и др. Основным недостатком этих моделей является их статичный характер, а также предположение, что экзогенный характер инвестиций и положительный финансовый рычаг компенсируют затраты по ограничению будущих заимствований.

Поэтому возникла необходимость разработки такой стратегии, которая отличается от существующих динамических стратегий определения структуры капитала (Леммона, Робертса и Зендера [12]) тем, что:

- может распознать в структуре капитала последствия и издержки, связанные с кредитованием;
- показывает, что эти издержки вынуждают компанию использовать нерегулярную задолженность, отклоняясь от целевой структуры капитала;
- устанавливает, что уровень динамики нерегулярного заемного капитала отличается от корректирующих стоимо-

стных моделей, в которых все решения сводятся к достижению целевого уровня структуры капитала;

- реализует целевые значения структуры капитала в динамической модели во взаимосвязи с инвестиционной политикой компании;
- показывает, что динамика нерегулярного заемного капитала может объяснить движение к целевой структуре капитала;
- показывает, что расходы по изменению величины собственного капитала влияют на динамику прогнозируемого уровня структуры капитала и определяют единственное значение этой структуры;
- связывает финансовые временные ряды компании со структурой капитала для финансирования инвестиционных потребностей компании.



**Рис. 2. Изменение нерегулярного заемного капитала по годам моделирования**

Зарубежные ученые Хеннеси и Уайтед также разрабатывали стратегию динамической структуры капитала, в которых рассматривали эндогенный характер инвестиций и анализировали уровень денежной наличности [6]. Однако они не затрагивали решения по заимствованию и величине финансового рычага.

Необходимо отметить, что динамическая компромиссная теория структуры капитала прогнозирует ее величину с гораздо большей точностью, чем статическая теория. Наиболее прибыльные компании чаще всего предпочитают увеличить сумму заемного капитала, нежели провести дополнительную эмиссию акций. В результате компании, увеличив долю заемного капитала (изменив структуру капитала), зарабатывают дополнительную прибыль, используя эффект финансового рычага. Часть прибыли может быть распределена среди собственников компании, оставшаяся часть в виде нераспределенной прибыли увеличивает величину собственного капитала, тем самым снижая величину финансового рычага. Этот процесс повторяется заново.

Зарубежные ученые Мигель и Пиндало на основе финансовых данных испанских компаний разработали новую методологию оценки динамических изменений структуры капитала [14]. В своем исследовании некоторые авторы используют общий метод моментов для своей модели динамического приспособления текущей структуры капитала к целевой [2]. Эти модели позволяют идентифицировать факторы, влияющие на оптимальную структуру капитала. Важно также отметить, что компании имеют разную скорость приспособления к целевой структуре капитала.

Леви и Корайжик в своем исследовании разделяют компании по финансовому положению [8]. Целевое значение финансового рычага является проциклическим параметром у благополучных компаний, т.е. возрастает в фазе подъема и сокращается в период кризиса. У финансово неблагополучных компаний, наоборот, этот фактор является контрциклическим, т.е. сокращается во время подъема и увеличивается во время спада.

Компании время от времени отклоняются от целевой структуры капитала. Этот процесс может показаться со стороны хаотичным. Однако процесс приближения фактической структуры капитала к ее целевому значению может быть достаточно дорогостоящим для компании. Поэтому для компании дешевле наметить путь движения финансового рычага, чем соответствовать целевому значению структуры капитала в каждом периоде.

Существуют значимые целевые уровни структуры капитала, которые можно использовать в динамических моделях. Поэтому при разработке динамической стратегии финансирования инвестиционных потребностей компании выделяется роль нерегулярного (несистематического) заемного капитала.

Выбирая инвестиционную и финансовую политику компании, необходимо учитывать последствия настоящих решений на допустимое множество решений в будущем. Эти решения включают:

- инвестиции в реальные активы;
- изменения в остатках денежных активов;
- внешнее финансирование (собственный или заемный капиталы);
- выплаты на привлеченный инвестированный капитал.

Потенциал заемного капитала является у компании конечным. Ввиду того, что существуют такие понятия, как асимметричность информации, предполагаемые затраты в случае неплатежеспособности компании, кредиторы со временем начинают сужать объем финансирования компании. При эмиссии акций у компании возникают расходы, связанные с этим выпуском. Поддержание ликвидных остатков денежных средств, затраты по новым заимствованиям увеличивают агентские затраты компании.

Компании, которые делают заимствования, не несут больших дополнительных затрат при увеличении заемного капитала, как при эмиссии акций. Тем не менее, с момента принятия решения фирмой о привлечении заемных средств снижаются возможности финансирования за счет заемного капитала в будущем. Прогнозный уровень заемного капитала отражает цену возможности использовать потенциал заемной силы, временно отклоняясь от целевой структуры капитала, для финансирования текущих инвестиционных потребностей.

Возможная стоимость заимствований и результирующая роль нерегулярного заемного капитала в структуре капитала радикально меняют характер прогнозирования динамики финансового рычага. Это еще одно отличие позиции автора от точек существующих зрения по компромиссным моделям, в которых фирмы имеют целевую структуру капитала и все финансовые решения направляют на ее достижение.

Одной из форм нерегулярного (несистематического) заемного капитала может являться кредитная линия. Когда компания начинает регулировать свой уровень заемного капитала (снижая или увеличивая), то кредитная линия является наиболее подходящим банковским продуктом. При открытии кредитной линии определяется сумма и срок действия линии. Обязательным усло-

вием для открытия кредитной линии является также установление лимита выдачи и лимита задолженности.

Если проследить изменение нерегулярного заемного капитала во времени, то можно обнаружить его фрактальные свойства (самоподобие и фрактальную размерность). Со временем с увеличением размера инвестированного капитала компании увеличивается величина нерегулярного заемного капитала. Соотношение между собственным, регулярным и нерегулярным заемным капиталом представляет собой фрактал определенной формы. Эти наблюдаемые изменения динамики структуры капитала также не могут быть объяснены существующими компромиссными моделями, которые прогнозируют движение только к целевой структуре капитала, а не от нее, но они в полной мере соответствуют стратегии использования нерегулярного (несистематического) заемного капитала, предлагаемого автором.

Понятие нерегулярного заемного капитала не играет никакой роли в существующих компромиссных теориях, игнорирующих взаимодействие между целевой структурой капитала, ее динамикой, а также дополнительными инвестиционными потребностями в период шоковых потрясений. Временный путь отклонения от целевой структуры капитала и возврат к ней формируется в зависимости от характера перспективных инвестиционных возможностей и последовательности реализации множества стохастических инвестиционных возможностей компании. Использование стратегии финансирования инвестиций с помощью нерегулярного заемного капитала позволяет реализовать множество прогнозов, которые связывают решения по структуре капитала с изменениями волатильности в инвестиционных толчках, доходностью инвестиций, а также с затратами по изменению собственного капитала.

Консервативная финансовая политика является более привлекательной в условиях неопределенности в отношении характера инвестиционных возможностей, цен и других условий, связанных с доступом к капиталу (финансированию). Агрессивная финансовая политика более перспективна в условиях подъема и снижения стоимости кредитных ресурсов.

Смоделированные коэффициенты финансового рычага сходятся в долгосрочной перспективе, но не в целевом значении финансового рычага как в статичных компромиссных моделях, в которых компании достигают целевых значений сразу же. Прогнозируемая структура компании показывает, что временный (переменный) долг компании находится в достаточно большом интервале (примерно от 30% до 66%) в зависимости от состояния задолженности на конкретный момент времени. Поэтому величина временной задолженности не является первоопределяющим фактором, влияющим на динамику финансового рычага компании. Однако эта величина имеет достаточно сильное влияние на динамику коэффициента. Когда наступает инвестиционный шок, компании принимают решение увеличить величину временного долга. Начальные коэффициенты финансовых рычагов отражают величину временного заемного капитала, полученного в ответ на прошлые инвестиционные толчки.

Лучший способ понять, почему средняя и целевая структура капитала различаются, рассмотреть вопрос о том, как компания рассматривает финансирование заемным капиталом при отсутствии налога на прибыль. При отсутствии налогообложения компании заинтере-

сованы в быстром погашении заемного капитала, чтобы увеличить потенциал «заемной силы» для будущих инвестиций. Поэтому в этом случае целевой структурой компании является нулевой заемный капитал. Тем не менее, фирмы периодически берут кредиты для инвестирования активов, сознательно отклоняясь от целевой структуры. Впоследствии они стремятся снизить величину заемного капитала как можно скорее в зависимости от будущих денежных потоков и шоковых инвестиций. В результате отсутствия налогообложения весь заемный капитал является временным. Некоторые компании имеют существенный заемный капитал на протяжении длительных периодов времени из-за недостаточных для нового инвестирования денежных поступлений. Таким образом, поддержание заемного капитала не приносит никаких налоговых льгот. Тем не менее, его величина является положительной и превышает долгосрочный целевой уровень.

В условиях налогообложения компании имеют положительную целевую величину заемного капитала ввиду использования налогового щита. В этом случае у компании есть постоянная и временная величина заемного капитала. Постоянная часть заемного капитала связана с нейтральными шоковыми инвестициями, переменная часть – с прошлыми и текущими шоковыми инвестициями, которые должны окупиться в будущем. Поэтому на любую случайно выбранную дату ожидаемый уровень заемного капитала компании складывается из целевого уровня долга и временного заемного капитала.

Целевой уровень заемного капитала зависит от различных факторов, в том числе от инвестиционной шоковой волатильности. Из условия оптимальности заемного капитала следует, что чем выше вероятность шоковых инвестиций, тем выше ценность неиспользуемого потенциала заемного капитала и ниже целевой уровень долга. Таким образом, долгосрочный уровень структуры капитала зависит от ожидаемой величины временного долга и долгосрочного целевого уровня заемного капитала, который в конечном итоге зависит от отслеживаемых изменений временного долга компании.

Несмотря на то, что при прогнозировании величины временного долга используется стохастических процесс, сгенерированные финансовые временные ряды могут показывать достаточно стабильную величину структуры капитала. Однако средняя величина структуры капитала не свидетельствует о теоретически идеальном финансовом леверидже. Например, можно ожидать, что компания в настоящее время сбалансирует свою структуру капитала на долгосрочную перспективу достаточно далеко от исторически сложившихся показателей.

Компании несут дополнительные издержки по привлечению заемного капитала, которые обычно не превышают 4% от суммы займа. Добавление этих затрат при моделировании структуры капитала внесет небольшие корректировки в уровень финансового рычага. Расходы по привлечению заемного капитала можно отнести к факторам второго порядка по сравнению с фактором использования потенциала заемного капитала. Этот фактор в стратегии является основной причиной использования временного заемного капитала для удовлетворения потребностей в финансировании, связанных с шоковыми инвестициями.

В динамической модели структуры капитала компания финансирует инвестиционные потребности за счет заемного капитала в случае недостатка внутренних ис-

точников. Поэтому также предполагается, что компания предполагает сильный инвестиционный шок, который потребует больших финансовых вложений большей частью за счет заемного капитала. Компания финансирует инвестиционные потребности за счет заемного капитала, а не эмитирует дополнительно собственный капитал из-за дополнительных затрат на выпуск акций.

Если компания делает заимствование в настоящем, то этот заемный капитал можно рассматривать как временный. Таким способом получается простейшая схема изменения структуры капитала: компания берет заемный капитал для финансирования инвестиций, далее старается расплатиться по долгам, для того чтобы иметь возможность кредитоваться в будущем при необходимости. Поэтому средняя величина задолженности компании превышает целевую, которая равна нулю.

Если компания с неиспользуемым потенциалом заемного капитала прогнозирует достаточно высокую вероятность того, что инвестиции потребуют высокие затраты на эмиссию акций (кредитование в настоящем оставляет фирму с недостаточным кредитным потенциалом), то они решаются на эмиссию акций сейчас вместо процесса кредитования. Рациональное финансовое решение зависит не только от волатильности и автокорреляции инвестиционных шоков, но также и от рентабельности инвестиционных вложений и величины затрат по корректировке собственного капитала.

Фактический временной путь структуры капитала достаточно сложен, он отражает осуществление шоковых инвестиций, реакцию компании на потребности во внешнем финансировании и любые промежуточные балансирующие действия, которые принимаются по структуре капитала. В случае множественного инвестиционного шока компании делают заимствования в одном периоде. Погасить временную задолженность удается лишь за несколько периодов.

Если компания сталкивается с высоко автокоррелируемым процессом шоковых инвестиций, то она в меньшей степени прибегает к кредитованию как процессу удовлетворения потребностей в финансировании, так как ей постоянно необходимо поддерживать кредитный потенциал на высоком уровне. Поэтому в случае высокой волатильности шоковых инвестиций компании желательнее сохранять низкий уровень финансового левериджа, несмотря на упущенные возможности налогового щита, поскольку она сохраняет способность получать кредитные ресурсы.

Напротив, компании с низкоррелируемым процессом шоковых инвестиций могут иметь более высокую структуру капитала. Ввиду достаточно высокой предсказуемости шоковых инвестиций компания может отказаться от сохранения высокого потенциала заемного капитала и придерживаться высокого уровня долга. Для любого уровня волатильности компания чаще прибегает к кредитованию, чем к эмиссии акций.

Компании, выбирая структуру капитала в долгосрочном периоде, получают детерминированную структуру, которая обладает определенными флуктуациями на локальном уровне. Такое поведение структуры капитала подчеркивает ее фрактальный характер. Когда компания находит оптимум для кредитования и отклоняется от целевой структуры капитала, то впоследствии у нее есть стимул вернуться к целевому значению, снизив долг, как только позволят обстоятельства. Снижение

долга является привлекательным, потому что в будущем становится доступной возможность повторного заимствования. Это позволяет компании избежать более затратных форм финансирования в дальнейшем.

Структура капитала компании зависит от соотношения долга и активов. При отсутствии налогообложения целевая структура капитала равняется нулю (нулевой заемный капитал). При налогообложении величина заемного капитала всегда положительна и зависит от характеристик инвестиционных вложений компании. Компания может иметь диапазон целевых значений структуры капитала, которые определяются уровнем заемного и собственного капитала, которые «амортизируются» подобно внеоборотным активам.

Эмпирические исследования Фама и Френч показывают, что структура капитала отличается от целевого значения из-за факторов, находящихся вне контроля компании. Скорость движения фактической структуры капитала к целевой, по мнению ученых, достаточно низкая. Последующие исследования в этой области доказывают, что скорость колеблется от одной двенадцатой до одной третьей в год от всего пути [12]. Медленную скорость движения к целевой структуре капитала можно объяснить постоянной чередой шоков-зависимых последовательностей:

- роста заемного капитала, который увеличивает источники финансирования инвестиционных потребностей компании и валюты баланса;
- выплат по заемному капиталу, которые направляют структуру капитала к целевому значению и повышают заемный потенциал для будущего кредитования, когда снижаются инвестиционные потребности.

Ввиду того, что инвестиционный шок является автокоррелируемым процессом, компания может предпочесть сохранять структуру капитала ниже целевого значения, создавая себе тем самым дополнительный заемный потенциал. При наступлении потребности в финансировании можно увеличить заемный капитал и, тем самым, компенсировать инвестиционный шок. Совершенно очевидно, что длительное и значительное превышение фактической структуры капитала над целевой структурой не является нормальным для компании и ведет к разрушению ее стоимости.

Таким образом, стратегия финансирования инвестиционных потребностей с использованием нерегулярного (несистематического) капитала компании позволит на практике применять более оптимальную политику управления структурой капитала компании. Эта стратегия отличается от существующих стратегий финансирования тем, что использование понятия «нерегулярный заемный капитал» объясняет с точки зрения динамической концепции структуры капитала причины «хаотического» отклонения текущей от целевой структуры капитала во времени, а также определяет скорость сближения этих структур.

## Литература

1. Астраханцева И.А. Основные принципы фрактальной теории управления стоимостью компании / И.А. Астраханцева, С.В. Дубова // Аудит и финансовый анализ. – 2010. – №2. – С. 320-325.
2. Arellano M., Bond S. Some tests for panel data: Monte Carlo evidence in application to employment equations // Review of economic studies. 1991. Vol. 58. Pp. 277-297.
3. Brounen D., de Jong A., Kloedijk R. Corporate finance in Europe: Confronting theory and practice // Financial management. 2004. Pp. 71-1001.

4. Drobetz W., Pensa P., Wanzenried G. Firm characteristics and dynamic capital structure adjustment. 2006. <http://ssrn.com/abstract=952268>
5. Graham J.R., Harvey C.R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field // Journal of financial economics. 2001. Vol. 60. Pp. 187-243.
6. Hennessy C., Whited T. Debt dynamics // Journal of finance. 2005. Vol. LX. Pp. 1129-1165.
7. Heshmati A. The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms // Research in banking and finance. 2001. Vol. 2. Pp. 199-241.
8. Korajczyk R.A., Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints // Journal of financial economics. 2003. Vol. 68. Pp. 75-109.
9. Leary M. T., Roberts M.R. Do firms rebalance their capital structures? // Journal of finance. 2005. Vol. 60. Pp. 2575-2619.
10. Leland H. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure // Journal of finance. 1994. Vol. XLIX. Pp. 1213-1252.
11. Lemmon M., Roberts M., Zender J. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. Available at SRRN: <http://ssrn.com/abstract=881899>.
12. Lemmon M.L., Roberts M.R., Zender J.F. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure // Journal of finance. 2008. Vol. 63. Pp. 1575-1608.
13. Titman S., Wessels R. The determinants of capital structure choice // Journal of finance. 1988. Vol. 43. Pp. 1-19.
14. Miguel A., Pindado J. Determinants of the capital structure: New evidence from Spanish data // Journal of corporate finance. 2001. Vol. 7. Pp. 77-99.
15. Rajan R., Zingales L. What do we know about the capital structure? Some evidence from international data // Journal of finance. 1995. Vol. 50. Pp. 1421-1460.

### Ключевые слова

Нерегулярный (несистематический) заемный капитал; текущая и целевая структуры капитала; шоковые инвестиции; финансовый рычаг; динамическая структура капитала.

*Астраханцева Ирина Александровна*

### РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы определяется тем, что глобализация соединяет все элементы мировой системы при отсутствии границ для финансового капитала. Учащающиеся мировые кризисы охватывают все национальные экономики. Классические теории финансового менеджмента, основанные на концепции идеальных рынков, гипотезе эффективного рынка, не могут объяснить крахи на рынках или предсказать появление кризисов. Такие теории основаны на статическом понимании рынка. Основная цель этих концепций – стремление к статическому равновесию компаний и экономики. Но оба этих элемента системы стремятся к не равновесию, а к эволюционному развитию. В классическом подходе финансового менеджмента игнорируется нелинейность, стохастичность и динамичность развития всех социально-экономических процессов и систем.

В условиях современной истории и экономики нужна новая теория и методология управления стоимостью компании, позволяющая видеть глобальную структуру рынка и находить финансовые стратегии роста. Такой подход позволит успешно функционировать в динамично изменяющейся внешней среде.

Научная новизна и практическая значимость статьи заключается в том, что автором на основе динамической концепции структуры капитала предложена стратегия финансирования инвестиционных потребностей компании с целью оптимизации ее стоимости с использованием нерегулярного (несистематического) заемного капитала, под которым понимается разность между заемными капиталами в целевой и текущей структуре капитала. Выводы и предложения, изложенные в статье, теоретически обоснованы и имеют практическую значимость.

Заключение: рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к изданию.

*Волкова И.О., д.э.н., профессор кафедры общего и стратегического менеджмента, заместитель директора Института проблем ценообразования и регулирования естественных монополий, Государственный университет – Высшая школа экономики*

## 8.4. CAPITAL STRUCTURE DYNAMICS CONCEPT IN VALUE BASED MANAGEMENT APPROACH TO COMPANY

I.A. Astrakhantseva, Candidate of Science (Economic),  
State Educational Institution of Higher  
Professional Education

*Ivanovo State Power University named after V.I. Lenin*

The author offer to use the capital structure dynamics concept for the developing of financial strategy of the firm's investment needs financing. It is proved in the article that debt capacity is finite. The author offer use term of "irregular (non-systematic) debt". It can explain variance between the company's target and current capital structure.

### Literature

1. I.A. Astrakhantseva, S.E. Dubova. Basic principles of the fractal theory of business value management. – Audit and Financial Analysis, 2010, №2, p. 320-325.
2. S. Titman and R. Wessels. The determinants of capital structure choice, Journal of Finance 43, 1988, p. 1-19.
3. R. Rajan and L. Zingales. What do we know about the capital structure? Some evidence from international data, Journal of Finance 50, 1995, p. 1421-1460.
4. A. Heshmati. The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms, Research in Banking and Finance 2, 2001, p. 199-241.
5. H. Leland. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure, Journal of Finance XLIX, 1994, p. 1213-1252.
6. J.R. Graham and C.R. Harvey. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics. 2001, 60, p. 187-243.
7. Brounen D., A. de Jong and Kloedijk R. Corporate finance in Europe: Confronting theory and practice, Financial Management, 2004, p. 71-1001.
8. Drobetz Wolfgang, Pensa Pascal and Wanzenried Gabrielle. Firm Characteristics and Dynamic Capital Structure Adjustment. 2006. <http://ssrn.com/abstract=952268>
9. M.T. Leary, and M.R. Roberts. Do firms rebalance their capital structures? Journal of Finance 60, 2005, p. 2575-2619.
10. M. Lemmon, M. Roberts and J. Zender. 2006. "Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. available at SRRN: <http://ssrn.com/abstract=881899>.
11. M.L. Lemmon, M.R. Roberts, J.F. Zender. Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure / Journal of Finance 63, 2008. - 1575-1608.
12. C. Hennessy, T. Whited. Debt dynamics//Journal of Finance LX, 2005, p. 1129-1165.
13. A. Miguel and J. Pindado. Determinants of the capital structure: New evidence from Spanish data, Journal of Corporate Finance 7, 2001, p. 77-99.
14. M. Arellano, and S. Bond. Some tests for panel data: Monte carlo evidence in application to employment equations, Review of Economic Studies, 1991, 58, p.277-297.
15. R.A. Korajczyk and A. Levy. Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints, Journal of Financial Economics 68, 2003, p. 75–109.

### Keywords

Investment shocks; capital structure dynamics; debt; financial leverage; target and current capital structures; irregular (non-systematic) debt.