

Капустин А.В. (ИГЭУ), Астраханцева И.А. (ИГХТУ)

КРИТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ДИНАМИЧЕСКИХ ТЕОРИЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

В статье проводится анализ динамических теорий структуры капитала зарубежных авторов, дается характеристика существующим методам оптимизации структуры капитала с целью выявления их недостатков и определения направлений дальнейшего развития.

Ключевые слова: структура капитала, динамическая компромиссная теория, модели асимметричной информации, концепция противоречия интересов, поведенческие теории.

The dynamic theories of capital structure are analyzed in the article, the optimization models of capital structure which are used today are described in order to expose its disadvantages and to identify the line of further development.

Keywords: capital structure, dynamic trade-off theory, asymmetric information models, concept of conflict of interests, behavioral theories.

Вопросы формирования структуры капитала компании и оптимального соотношения источников его финансирования широко изучаются порядка шести последних десятилетий. В укрупненном виде первым этапом развития теорий структуры капитала можно назвать появление статических теорий, обосновывающих существование оптимальной структуры капитала, которая максимизировала бы рыночную стоимость компании, и формулирующие рекомендации для принятия решений по оптимизации структуры капитала. Вторым этапом развития стоит считать появление динамических теорий – современных теорий структуры капитала, возникших как необходимость решить проблемы, выходящие за рамки инструментария статических теорий, отвечающих только на вопрос оптимального соотношения собственных и заемных источников финансирования компании. Динамические теории поставили перед собой задачи не только определения оптимальной структуры капитала, но также изучения динамики его структуры во времени с учетом постоянного потока информации.

В экономической литературе существует множество моделей и концепций в рамках динамических теорий структуры капитала, четких границ в рамках данных теорий не существует, они основываются друг на друге, постоянно пересекаются и взаимодействуют, дополняя друг друга. Однако можно выделить несколько направлений, основанных на единых признаках: динамическая компромиссная теория, модели асимметричной информации, концепция противоречия интересов, поведенческие теории. При этом стоит отметить, что данное разделение скорее будет носить условный характер, нежели практический, так как большинство работ в области динамических теорий содержат в себе большую часть признаков данных направлений.

Понятие **динамической компромиссной теории** в общем виде используется разными авторами для объединения родственных теорий, основу которых составляет выбор оптимальной структуры капитала посредством оценки выгод и издержек альтернативных ее вариантов. Большинство исследований в составе динамической компромиссной теории используют ранее не учитываемый в статических теориях факт отклонения от целевой структуры капитала в зависимости от различных условий деятельности компании и трансакционные издержки, возникающие в ходе приспособления к оптимальной структуре капитала. Одной из первых работ в области динамической компромиссной теории, включающей в себя трансакционные издержки, стала работа Э. Фишера, Р. Хенкеля и Д. Зечнера [5], в которой авторы, исследуя диапазон изменений структуры капитала, сделали предположение, что изменение фактической структуры капитала происходит только в случае выхода компании за рамки этого диапазона. При получении прибыли – уровень долга снижается, в случае же снижения финансового результата – долг увеличивается, тем самым меняя структуру капитала.

А. Ховакмиан, Т. Оплер и Ш. Титман [8], продолжая данные исследования, пришли к выводу, что прибыльность компании может предсказать динамику структуры капитала в краткосрочной перспективе – более прибыльные компании будут прибегать к долговому финансированию, нежели к эмиссии акций. Также авторы рассмотрели случаи, когда компании корректировали объем заемного капитала, ориентируясь на средний по отрасли показатель.

Исследуя влияние различных характеристик компании на структуру ее капитала, Ш. Титман и Р. Весселс на выборке американских компаний и Р. Райан и Л. Зингалес на международной выборке, обнаружили взаимосвязь между финансовым рычагом и рядом характеристик компании, таких как

доходность, доля внеоборотных активов, инвестиционный потенциал и др. В то же время А. Хешман-ти в своей работе отмечает, что данные характеристики объясняют различия в оптимальной структуре капитала, а не в фактической, поэтому использование наблюдаемого значения финансового рычага не позволяет получить достоверные выводы, особенно для компаний с высоким уровнем издержек приспособления к оптимальной структуре капитала. Согласно этому, компании, у которых эти издержки высоки, предпочитают в целях экономии не трансформировать текущую структуру капитала в оптимальную в течение относительно длительного времени.

В работах Дж. Грэма и Ч. Харви, Д. Броунена и др., В. Дробеца и др. говорится о том, что компания ориентируется на некоторый интервал значений уровня структуры капитала, склоняясь к тому, при котором, с одной стороны, будет достигнут оптимум, а с другой – поддерживаться финансовая гибкость компании. При этом достижение оптимальной величины структуры капитала может и не являться приоритетной целью компании.

Исследуя скорость приспособления текущей структуры капитала к оптимальной, А. Жаливанд и Р. Харрис в своей работе сделали вывод, что финансовое поведение компании характеризуется ее частичным приспособлением к долгосрочным финансовым целям, а скорость приспособления зависит от характеристик компании. Однако существенный недостаток, заключающийся в экзогенном рассмотрении долгосрочных финансовых целей компании, не позволяет рассматривать исследование как состоятельное.

Г. Ванзенрид [17], проводя сравнительный анализ стран Европы, пришел к выводу, что на скорость приспособления положительно влияют экономический рост, уровень инфляции, развитость национального финансового рынка. Уровень цен акций и процентных ставок препятствует корректировке финансового рычага до оптимального уровня, так как возникают выгоды от использования относительно дешевых источников финансирования на текущий момент времени.

В исследованиях А. Мигеля и Х. Пиндадо, М. Фланнери и К. Ренгана был сделан вывод, что компании имеют различную скорость приспособления текущей структуры капитала к оптимальной, а найденный показатель скорости приспособления в исследуемой выборке компаний отражает скорость приспособления среднестатистической компании, участвовавшей в выборке.

Исследуя современные методы эмпирического тестирования динамических компромиссных теорий, И. Стребулаев пришел к выводу, что существующие на сегодня методы не всегда дают достоверные выводы и не позволяют определить, о чем говорят получаемые отклонения значений финансового рычага от оптимального – о неправильности расчета целевого уровня, либо об отклонении от оптимального уровня. Подобные противоречивые результаты получаемых данных и отсутствие подтверждения исследований значительными эмпирическими данными позволяют сделать вывод, что на сегодняшний день динамическая компромиссная теория не дает ясной картины определения детерминант процесса приспособления структуры капитала к оптимальному значению и скорости приспособления к данному значению.

Отдельным направлением динамических теорий структуры капитала являются **модели асимметричной информации**, основанные на предположении о различиях в обладании информацией на рынке отдельными ее участниками. В рамках данного направления выделяют **инвестиционные модели**, в которых менеджеры компании, выбирая способ финансирования, ориентируются на недооценку/переоценку ожидаемой прибыли внешними инвесторами по причине существования асимметричной информации, и **сигнальные модели**, в которых структура капитала компании используется менеджерами в качестве сигналов внешним инвесторам, не имеющим доступа к инсайдерской информации о положении компании на рынке и ее перспективах.

Согласно основной инвестиционной модели – **теории иерархии** (в ряде источников «теория порядка финансирования», «теория порядка клевания»), фундамент которой заложил Г. Дональдсон в 1961 г., а в конечном виде сформулированной в 1984 г. С. Майерсом [13], источники финансирования могут быть ранжированы по степени их безопасности для компании с точки зрения сохранения контроля над ней, и менеджеры в первую очередь будут выбирать наиболее безопасные из них – внутренние источники (нераспределенная прибыль), а если внутренних ресурсов недостаточно, будут вынуждены прибегать к внешнему финансированию, используя, прежде всего, менее рискованные займы, а затем конвертируемые облигации. Эмиссия акций должна использоваться только в крайнем случае. Согласно теории иерархии, определенного оптимального соотношения собственных и заемных источников финансирования не существует, структура капитала компании может меняться в зависимости от величины дефицита и инвестиционных возможностей компании.

Л. Шиам-Сандер и С. Майерс, тестируя теорию иерархии, посредством данных выборки 157 крупных компаний США за период 1971-1989 гг., получили вывод, что теория более эффективна для

крупных компаний. М. Фрэнк и В. Гоял, исследуя состоятельность теории для более поздних периодов, рассматривали два временных интервала: 1971-1989 гг. и 1990-1998 гг. Результаты показали, что финансовые решения тестируемой выборки компаний согласуются с теорией иерархии в первом временном интервале, с увеличением наблюдаемого периода времени реальное поведение компаний на рынке менее соответствует теории, что объясняется увеличением с 90-х годов количества небольших компаний, имеющих ограниченные возможности привлечения долговых ресурсов.

Продолжая исследования теории иерархии, Ю. Фама и К. Френч [4] выдвинули гипотезу, что компании редко выкупают акции, и прибегают к их эмиссии в крайнем случае. Используя выборку из нескольких тысяч компаний в период 1973-2002 гг., они получили опровержение своей гипотезы – большая часть анализируемых компаний, являясь крупными и рентабельными, ежегодно эмитировали и выкупали акции, прибегая к этому при нормальных условиях. По результатам исследований авторы заключили, что теория иерархии как модель структуры капитала умерла.

Стоит отметить, что теоретической базой теории иерархии стала **модель Майерса-Майлуфа** [14], в которой авторы, исходя из предпосылки, что действия менеджеров основаны на интересах акционеров, существовавших на момент принятия финансовых решений (старых акционеров). Согласно модели, при наличии ошибочной информации об оценке компании финансирование инвестиционных проектов при помощи эмиссии акций сделает эти проекты невыгодными, а источники финансирования, стоимость которых меньше зависит от частной информации по компании, позволят принять положительное решение по проекту.

Идеи С. Майерса и Н. Майлуфа получили развитие в менее известных **модели Краскера** [11] и **модели Нарайяна** [15], авторы которых, используя различные подходы, пришли к схожему выводу, что долговое финансирование является предпочтительным и приводит к росту рыночной стоимости компании, а проведение дополнительной эмиссии акций снижает ее стоимость.

В то же время модель Майерса-Майлуфа, имеет и другие свойства, являясь сигнальной моделью. Согласно **сигнальной модели Майерса-Майлуфа**, менеджмент компании посредством эмиссии акций подаст отрицательный сигнал рынку, и, напротив, выкуп акций будет являться положительным сигналом. Эмпирические исследования крупных компаний США подтверждают состоятельность модели – объявление о дополнительной эмиссии акций расценивается рынком в качестве отрицательного сигнала, так как менеджмент считает стоимость компании завышенной, и рынку следует снизить эту стоимость, что в конечном итоге приводит к падению цены акций.

Наряду с моделью Майерса-Майлуфа выделяют следующие сигнальные модели: модель Росса, модель Леланда и Пайла, модель Миллера-Рока, модель Рока, модель Уэлша, основу которых также составляет идея подачи необходимых сигналов менеджерами внешним пользователям посредством принятия инвестиционных и финансовых решений. Помимо исследований структуры капитала, сигнальные модели также легли в основу некоторых исследований рынков, корпоративного управления, ценообразования и пр., однако практическое применение большинства сигнальных моделей довольно затруднительно в силу ряда ограничений, накладываемых теоретической базой.

Положение об асимметричности информации также легло в **концепцию противоречия интересов**, в составе которой выделяют теорию агентских издержек и основанные на ней модели, теорию мониторинговых затрат, модели корпоративного контроля и теорию стейкхолдеров. Однако в отличие от моделей асимметричной информации, данная концепция оперирует, ранее не учитываемые в данных моделях, агентскими издержками.

Постулатом **теории агентских издержек** является утверждение о возникновении конфликта между владельцами капитала и менеджерами по причине отсутствия стремления последних к максимизации доходов на полученный капитал. Впервые теория агентских издержек была предложена М. Дженсенем и В. Меклингом [9], которые сформулировали идею, что менеджеры за счет собственников капитала стремятся к увеличению собственного благосостояния, и зачастую могут принимать решения, противоречащие интересам собственников. В целях пресечения подобных действий и побуждения менеджеров действовать в интересах акционеров, последние могут прибегнуть к различным методам контроля, стимулирования, ограничений и наказаний, вследствие чего и возникает определенный вид транзакционных издержек – агентские издержки, которые способны значительно увеличить средневзвешенную стоимость капитала. Поэтому при формировании структуры капитала предпочтительным будет увеличение долговой нагрузки, а оптимальное значение структуры капитала будет сформировано при балансе между издержками и выгодами долговой нагрузки.

Понятие о мониторинговых затратах, изложенное в работе М. Дженсена и В. Меклинга в последствии было сформулировано в **теорию мониторинговых затрат**. Авторы показали, что мониторинговые затраты возникают вследствие того, что кредиторы, предоставляя заемный капитал компа-

нии, требуют осуществления контроля со своей стороны за эффективностью его использования и обеспечения возврата. Эти затраты кредиторы стараются переложить на собственников компании посредством включения их в процентную ставку за пользование кредитными средствами. С ростом доли заемного капитала в структуре источников финансирования компании возрастают и мониторинговые затраты, тем самым, ограничивая эффективность использования заемных средств, и в конечном итоге увеличивая средневзвешенную стоимость капитала.

Работа М. Дженсена и В. Меклинга получила развитие в дальнейших исследованиях агентских издержек, которые нашли отражение в ряде соответствующих моделей: модели Дженсена, модели Гроссмана и Харта, модели Харриса и Равива, модели Штульца, модели Даймонда, модели Хиршлейфера и Такора. Их основу составляет идея управления уровнем долговой нагрузки компании в целях разрешения конфликта между менеджерами и акционерами, и как следствие, снижения агентских издержек при оптимизации структуры капитала. Эмпирические исследования данных теорий представлены в работе Дж. Анга, Р. Коула и Дж. Ву Лина, которые, используя регрессию отдельных контрольных переменных, произвели измерение агентских издержек небольших непубличных американских компаний и получили результаты, подтверждающие гипотезу о том, что наличие высокой доли собственности в руках менеджмента приводит к снижению агентских издержек. Аналогичные выводы были получены М. Сингом и В. Девидсоном на основе исследований крупных американских компаний, а также Дж. Флемингом, Р. Хеани и Р. Маккоскером на основе исследований непубличных австралийских компаний.

Следующей составляющей концепции противоречия интересов являются **модели корпоративного контроля**, первым элементом которой можно обозначить **классическую модель**, берущую начало в работе Г. Манне [12]. Модель формулирует оптимальную структуру капитала как способ финансирования за счет собственных средств или периодических эмиссий обыкновенных акций и минимального использования долговой нагрузки. Однако модель невозможно назвать состоятельной, так как она не учитывает сложные ситуации, возникающие при перераспределении собственности внутри компании. Исследования корпоративного контроля нашли отражение в **модели Харриса и Равива** [7], в которой авторы сделали заключение, что рост уровня долговой нагрузки может быть использован для снижения вероятности поглощения компании, а также **модели Штульца** [16], который пришел к выводу, что компания, являющаяся целью враждебного поглощения, может увеличивать долговую нагрузку до уровня максимизирующего стоимость акций, принадлежащих акционерам компании, а при достижении этого максимума и будет достигнута оптимальная структура капитала.

Наряду с менеджерами, акционерами и держателями долговых обязательств компания имеет и другие заинтересованные стороны – поставщиков, покупателей, работников компании и др. Учет интересов различных заинтересованных сторон в процессе формирования структуры капитала представлен в экономической литературе **теорией стейкхолдеров**, основы которой начали формироваться еще в 60-е гг. XX в., а в современном виде сформулированной Р. Фрименом в 1984 г. [6]. С точки зрения принятия решений по выбору способов финансирования теория стейкхолдеров предполагает использование источников финансирования практически в обратном порядке теории иерархии, т.е. эмиссия акций, долговые обязательства, резервы собственных средств. Подобное явление объясняется тем, что компания получает доступ к финансовым ресурсам при максимальных издержках в текущем периоде, но оставляет для себя открытый доступ к более дешевым источникам финансирования в будущем. На основе этого, оптимальная структура капитала компании с большими объемами организационного капитала представляет собой финансирование преимущественно за счет эмиссии обыкновенных акций и создание крупных денежных резервов. В то же время теория стейкхолдеров, как и в целом концепция противоречия интересов, в виду жестких теоретических предпосылок и ограничений не получили широкого применения на практике.

Самостоятельным направлением динамических теорий структуры капитала стали **поведенческие теории**, основу которых составляет иррациональность участников рынка в процессе выбора источников финансирования. В рамках данного направления выделяют теорию отслеживания рынка, теорию автономии инвестиций менеджеров, теорию информационных каскадов, теорию влияния личности менеджера (в ряде источников «личных качеств менеджера») на структуру капитала.

Понятие «отслеживание рынка», составляющее основу **теории отслеживания рынка**, трактуется в общем виде как принятие менеджментом решений с учетом текущей конъюнктуры рынка акций. Авторы теории, М. Бейкер и Дж. Веглер [1], используя ряд переменных в исследовании структуры капитала отдельно взятых компаний в период с 1968 по 1998 гг., пришли к выводам, что структура капитала является результатом реализации предоставленных возможностей рынком в определенный момент времени, и, что менеджеры прибегают к эмиссии акций, если считают, что компания пере-

оценена, и к долговому финансированию – при недооценке компании. Подтверждением этого могут служить исследования Дж. Грэма и Ч. Харви, проводившими опрос финансовых директоров крупных американских и канадских компаний, большинство из которых следуют данному положению, а также исследования Д. Джентера [10], который показал, что при принятии менеджерами решений о структуре капитала основным фактором является их субъективное восприятие оценки акций рынком.

Теория отслеживания рынка получила свое развитие в работе А. Дитмара и А. Такора [3], сформулированной в **теорию автономии инвестиций менеджеров**, согласно которой основным фактором при принятии решений менеджерами будет являться степень согласия инвесторов с данными решениями. При этом эмпирическое тестирование теории, проведенное авторами, подтвердило ее состоятельность для анализируемого ряда компаний.

С. Бикчандани, Д. Хиршлейфер, И. Уэлш [2] предложили **теорию информационных каскадов**, в основу которой легла идея имитационного поведения экономических агентов, согласно которой структура капитала компании может формироваться не исходя из расчетов по ее оптимизации или из учета доступности источников финансирования, а заимствоваться у других компаний посредством имитирования их действий при аналогичных ситуациях. Эмпирические исследования теории в работе М. Фрэнка и В. Гояла показали, что менеджеры, формируя структуру капитала компании, часто имитируют финансовые решения лидера отрасли. Дж. Патель, Р. Зекхаузер и Д. Хендрикс также обнаружили, что многие компании в отдельно взятых отраслях демонстрируют стадное поведение. В то же время Г. Филбек, Ф. Горман и Д. Прис, исследуя выборку из нескольких десятков отраслей, получили опровергающие данную гипотезу результаты.

Идея о возможной иррациональности поведения менеджеров при принятии решений по структуре капитала стала предметом исследования в **теории влияния личности менеджера на структуру капитала**. Д. Хэбарт, используя простую модель, выдвинул гипотезу, что оптимистичные и (или) самоуверенные менеджеры имеют склонность к выбору более высоких уровней долговой нагрузки, не следуют теории иерархии, часто эмитируют новые долговые обязательства, а также отслеживают возможности на рынке, в результате чего и формируется структура капитала компании. В то же время, умеренно оптимистичные и уверенные менеджеры повышают стоимость компании, что обусловлено сдерживанием их действий по растрате денежных ресурсов на сомнительные проекты высокой долговой нагрузкой. Тестируя данную гипотезу на выборке бразильских компаний, Л. Баррос и М. Александр пришли к заключению, что оптимизм и самоуверенность менеджеров имеет существенное влияние при финансовых решениях по структуре капитала компании. Но, не смотря на многочисленные исследования и эмпирические подтверждения, поведенческий подход в исследованиях структуры капитала, ограничиваясь иррациональностью участников рынка, имеет недостаточно развитый инструментарий для того, чтобы претендовать на полноценную теорию, которую можно было бы использовать при оптимизации структуры капитала.

Исходя из проведенного анализа динамических теорий структуры капитала, в общем виде можно представить следующую их классификацию (рис. 1).



Рис 1. Динамические теории структуры капитала

Динамическая теория структуры капитала, в отличие от статической, наиболее приблизилась к ответу на вопрос об оптимальной структуре капитала и способах ее достижения. Однако на сегодня, не смотря на большое количество исследований в этой области, данные теории в чистом виде не снижали практического применения при выборе структуры капитала компаниями.

В динамической компромиссной теории авторы уделяют большое внимание скорости приспособления к оптимальной структуре капитала и определению возможных детерминант процесса приспособления и возникающим вследствие изменения структуры капитала издержкам приспособления. Результаты эмпирического тестирования динамических компромиссных теорий различаются в зависимости от ряда факторов, что обосновано несовершенными методами определения целевого уровня долговой нагрузки и скорости приспособления к оптимальной структуре капитала.

Теория иерархии получила поддержку большого количества эмпирических исследований и до недавних пор являлась наиболее приближенной к реальным решениям менеджеров по структуре капитала. Однако в последние десятилетия наблюдается уменьшение поддержки теории и ее опровержение исследованиями отдельных ученых. Описанное в теории иерархии поведение менеджеров является распространенным для российской практики, однако ни в российских условиях, ни за рубежом теория не является не подтвержденной и не опровергнутой, так как может быть применима к ряду компаний, обладающими определенными условиями.

Несмотря на значительную роль финансовых сигналов на рынке, достаточно сложно оценить их влияние на выбор источников финансирования и оптимизацию структуры капитала компании. Также сложно и практическое применение основанных на них сигнальных моделей, большинство из которых являются сугубо описательными и вводят ряд ограничений, противоречащих реальной ситуации на рынке, и не могут быть эмпирически протестированы. И, наконец, ни одна из моделей не описывает конкретную структуру капитала компании, которая являлась бы оптимальной.

Измерение ущерба от агентских издержек, составляющих основу ряда теорий концепции противоречия интересов, является сложной задачей, помимо прямых агентских издержек, которые можно оценить в стоимостном выражении, существует ряд издержек, оценка которых либо субъективна, либо в принципе невозможна, например, влияние на имидж компании, инвестиционную привлекательность и др. Несмотря на огромное влияние агентских издержек на процесс оптимизации структуры капитала, невозможность объективной оценки некоторых из них не может дать ясной картины при построении оптимального соотношения источников финансирования компании. Сомнительным является и применение моделей агентских издержек, которые, работая при ряде ограничений и допущений, не всегда четко формулируют оптимальное значение структуры капитала. Аналогично, трудно применима в реальной жизни и теория мониторинговых затрат в силу сложности определения количественной характеристики самих мониторинговых затрат.

Модели корпоративного контроля, имеющие ряд жестких предпосылок, не позволяют использовать их на практике, либо, подстраивая условия компании под условия, описанные в данных теориях, возможно их ограниченное использование. Также данные модели не объясняют ситуаций, возникающих при перераспределении собственности внутри компании, что снижает пользу от их применения.

Теория стейкхолдеров, пытаясь учесть интересы различных заинтересованных сторон в процессе формирования структуры капитала, формулирует лишь теоретические посылки для достижения оптимальной структуры капитала, в то же время практический учет интересов всех стейкхолдеров и их количественное выражение в процессе принятия решений по структуре капитала не всегда возможны, что ограничивает действия данной теории.

Попытки описания принятия решений, определяющих структуру капитала компании при условии признания иррациональности поведения человека и его способности совершать ошибки, привели к появлению поведенческих теорий. Несмотря на общее признание данных теорий и большое количество подтвержденных эмпирических исследований, данные теории не находят практического применения при оптимизации структуры капитала в силу их ограниченности только поведенческим аспектом и отсутствием факторов, учитываемых в других теориях.

Большинство проанализированных теорий работают при вводе ряда ограничений и в рамках определенных условий, в то же время эмпирическое тестирование одних и тех же теорий может показывать противоположные результаты в зависимости от учитываемых условий. Рассмотренные теории не являются взаимоисключающими и могут либо дополнять друг друга, либо, наоборот, опровергать. Практика показывает, что динамические теории структуры капитала, как зарубежными, так и отечественными компаниями, не используются в чистом виде. Выбирая структуру капитала, компании, как

правило, используют подходы различных теорий, свойства которых наиболее характерны для них. Причинами этого являются недостатки динамических теорий, в частности: не учитывают стратегию финансирования на различных этапах жизненного цикла компании; доступность источников финансирования для компании не рассматривается как определяющий фактор при выборе структуры капитала; не позволяют точно спрогнозировать динамику изменения структуры капитала от влияния различных факторов; современные методы оценки факторов влияния на структуру капитала порой дают противоречивые результаты. Определение данных недостатков позволяет выявить направления для совершенствования существующих динамических теорий структуры капитала, что позволит приблизиться к разработке теории, которая может быть использована компаниями при выборе источников финансирования и оптимизации структуры капитала.

Литература

1. Baker M., Wurgler J. Market Timing and Capital Structure // *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57, No. 1. Pp. 1-32.
2. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning From the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades // *The Journal of Economic Perspectives*. 1998. Vol. 12, No. 3. Pp. 151-170.
3. Dittmar A., Thakor A., Why Do Firms Issue Equity? // *Journal of Finance*. 2007. Vol. 62, No. 1. Pp. 1-54
4. Fama E., French K.R. Financing Decisions: Who Issues Stock? // *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 76, No. 6. Pp. 549-582.
5. Fischer E.O., Heinkel R., Zechner J. Dynamic capital structure choice: theory and tests // *Journal of Finance*. 1989. Vol. 44, No. 1 Pp. 19-40.
6. Freeman R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach / R.E. Freeman. – Boston: Pitman Publishing, 1984. – 276 p.
7. Harris M., Raviv A. Corporate Control Contests and Capital Structure // *Journal of Financial Economics*. 1988. Vol. 20, No. 1. Pp. 55-86.
8. Hovakimian A., Opler T. and Titman S. The debt-equity choice // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2001. Vol. 36, No. 1. Pp. 1-24.
9. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3, No. 4. Pp. 305-360.
10. Jenter D. Market Timing and Managerial Portfolio Decisions // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60, No. 4. Pp. 1903-1949.
11. Krasker, W.S. Stock Price Movements in Response to Stock Issues Under Asymmetric Information // *Journal of Finance*. 1986. Vol. 41, No. 1. Pp. 93-105.
12. Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control // *Journal of Political Economy*. 1965. Vol. 73, No. 2. Pp. 110-120.
13. Myers, S.C. The Capital Structure Puzzle // *The Journal of Finance*. 1984. Vol. 39, No. 3. Pp. 575-592.
14. Myers S., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13, No. 2. Pp. 187-221.
15. Narayanan, M.P. Debt versus Equity under Asymmetric Information // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1988. Vol. 23, No 1. Pp. 39-51.
16. Stulz R. Managerial Control of Voting Rights // *Journal of Financial Economics*. 1988. Vol. 20, No. 1-2. Pp. 25-54.
17. Wanzenried G. Capital Structure Dynamics in the UK and Continental Europe // *The European Journal of Finance*. 2006. Vol. 12, No. 8. Pp. 693-716.