

УДК/UDC 334.7

Теоретические основы формирования структуры капитала компании с учетом ее жизненного цикла на основе отечественного и зарубежного опыта

Чертов Максим Павлович

студент финансового факультета

Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова

г. Москва, Россия

Церцейл Юлия Сергеевна (научный руководитель)

кандидат экономических наук, доцент базовой кафедры международного права,
финансов и экономики Китая

Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова

г. Москва, Россия

e-mail: Tsertseil.YS@rea.ru

SPIN-код: 7306-2439

Аннотация

В современных рыночных условиях и развивающихся конкурентных взаимоотношениях все большее влияние на формирование структуры капитала компании, ее финансовое состояние оказывают внешние факторы, в частности та стадия жизненного цикла, на которой осуществляет свою деятельность хозяйствующий субъект. В статье представлен обзор исследований отечественных и зарубежных ученых в отношении построения структуры капитала компании с учетом ее стадии жизненного цикла. Представлены четыре различные модели стадий жизненного цикла организации. В заключении авторы приходят к выводу, что при формировании политики управления структурой капитала необходимо учитывать не только долговую нагрузку, но и этап жизненного цикла компании, характеризующийся уровнем ее развития в операционной, финансовой и инвестиционной деятельности.

Ключевые слова: структура капитала, жизненный цикл компании, денежный поток.

Theoretical foundations for the formation of a company's capital structure, taking into account its life cycle, based on domestic and foreign experience

Chertov Maksim Pavlovich

student of the faculty of Finance

Plekhanov Russian University of Economics

Moscow, Russia

Tsertseil Yuliya Sergeyevna (scientific advisor)

Doctor of Economics, assistant professor of the Basic Department of International Law, Finance and Economics of China

Plekhanov Russian University of Economics

Moscow, Russia

e-mail: Tsertseil.YS@rea.ru

SPIN Code: 7306-2439

Abstract

In modern market conditions and developing competitive relationships, external factors, in particular the stage of the life cycle at which an economic entity operates, have an increasing influence on the formation of the company's capital structure, its financial condition. The article provides an overview of research by domestic and foreign scientists in relation to the construction of a company's capital structure, taking into account its stage of the life cycle. Four different models of the stages of an organization's life cycle are presented. In conclusion, the authors come to the conclusion that when forming a capital structure management policy, it is necessary to take into account not only the debt burden, but also the stage of the company's life cycle, characterized by the level of its development in operating, financial and investment activities.

Key words: capital structure, company life cycle, cash flow.

В настоящее время существует большое количество научных работ, посвященных процессам формирования стратегий долгосрочного развития, базовым элементом которых выступает структура капитала компании. Среди исследований зарубежных ученых можно выделить Р. Ца-

стро, М. Т. Тасцон и Б. Амор-Тапиа [1], Лин Тиан и Лианг Хан [2] и др.

Р. Цастро, М. Т. Тасцон и Б. Амор-Тапиа [1] в исследовании выделяют три вида денежного потока: операционный, инвестиционный и финансовый, формируемые компанией на пяти стадиях жизненного цикла: внедрение, рост, развитие, спад и уход с рынка. При этом ученые отмечают, что каждая стадия жизненного цикла компании предполагает формирование/отсутствие определенного вида денежного потока, что отражено в табл. 1.

Модель стадий жизненного цикла компании

| Виды денежного потока | Стадии жизненного цикла | | | | |
|-----------------------|-------------------------|------|----------|------|------|
| | Внедрение | Рост | Зрелость | Спад | Уход |
| Операционный | - | + | + | +/- | - |
| Инвестиционный | - | - | - | +/- | + |
| Финансовый | + | + | - | +/- | +/- |

Таблица 1

В исследовании Лин Тиан и Лианг Хан [2] используется подход в анализе структуры капитала компании на основе панельных данных, собранных по выборке из производственных предприятий. С учетом выбранных факторов авторы отмечают, что на структуру капитала большее влияние оказывают величины денежных потоков, а не период деятельности компании на рынке.

Среди отечественных ученых можно выделить работы И. В. Ивашковской, Д. О. Янгеля [3], Захарова С. В. [4] и др.

Модель И. В. Ивашковской, Д. О. Янгеля [3] основана на расчете агрегированного показателя роста компании (Average Growth Factor, или AGF). Он формируется на основе семи показателей, характеризующих уровень ликвидности компании, ее справедливую стоимость и инвестиционный риск. Для каждого показателя задается весовой коэффициент, который меняется в зависимости от того, на каком этапе жизненного цикла находится компания. Всего в модели выделяется следующие четыре стадии жизненного цикла: внедрение, рост, зрелость и спад. Преимуще-

ством данной модели является то, что она обеспечивает возможность определить параметры, на которых необходимо сосредоточить внимание на каждом отдельно взятом этапе жизненного цикла компании.

Модель жизненного цикла И. В. Ивашковской и Д. О. Янгеля существует с учетом нескольких допущений, что предполагает ограничение ее использования:

- 1) использование в модели преимущественно абсолютных показателей приводит к тому, что ее использование для сравнения компаний разных размеров и отраслей значительно осложняется;
- 2) модель рассчитана на определение агрегированного показателя роста компании, а не этапа жизненного цикла компании.

Распределение приоритетных параметров вышеназванной модели приведено в табл. 2.

Распределение приоритетных параметров финансовой аналитики на различных этапах жизненного цикла в модели И. В. Ивашковской и Д. О. Янгеля

| Стадия жизненного цикла | Цели стратегического развития |
|-------------------------|--|
| Внедрение | Завоевание и удержание доли рынка, оптимизация структуры операционных издержек, привлечение внешнего заимствования операционной деятельности |
| Рост | Положительная динамика объемов реализации продукции, показателя рентабельности продаж, осуществление процессов инвестирования в развитие деятельности, продуктовая диверсификация, наличие мер по развитию инноваций |
| Зрелость | Удержание доли рынка, тенденция к максимизации стоимости компании, введение процессов хеджирования инвестиционных рисков |
| Спад | Оптимизация постоянных и оборотных активов, своевременный вывод капитала, пересмотр стратегии позиционирования компании на рынке |

Таблица 2

Набор параметров, составляющих агрегированный показатель роста компании, и их весовые коэффициенты в соответствии с этапами

жизненного цикла представлены в табл. 3. Агрегированный показатель роста компании состоит из следующих показателей:

- удельный вес компании на рынке;
- величина объема продаж в стоимостном выражении;
- величина свободного денежного потока;
- величина экономической прибыли;
- величина операционной и чистой прибыли;
- значение коэффициента дивидендных выплат;
- значение коэффициента инвестиций.

Набор параметров, составляющих агрегированный показатель роста компании, и их весовые коэффициенты в соответствии с этапами жизненного цикла по модели И. В. Ивашковской и Д. О. Янгеля

| Совокупность показателей | Стадии жизненного цикла | | | |
|--|-------------------------|------|----------|------|
| | Внедрение | Рост | Зрелость | Спад |
| Удельный вес компании на рынке | 0,2 | 0,15 | 0,1 | 0,05 |
| Величина объема продаж в стоимостном выражении | 0,3 | 0,25 | 0,2 | 0,2 |
| Величина свободного денежного потока | 0,05 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Величина экономической прибыли | 0,05 | 0,1 | 0,25 | 0,25 |
| Величина чистой прибыли | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,2 |
| Значение коэффициента дивидендных выплат | 0 | 0,05 | 0,1 | 0,15 |
| Значение коэффициента инвестиций | 0,25 | 0,2 | 0,1 | 0,05 |
| Итого | 1 | 1 | 1 | 1 |

Таблица 3

Как мы видим, согласно табл. 3 совокупность параметров состоит из показателей, характеризующих конкурентную среду (доля рынка), показателей, характеризующих прибыльность/доходность компании в абсолютном значении (выручка от реализации, экономическая и чистая прибыли), а также относительных показателей, характеризующих с одной стороны инвестиционную составляющую, с другой — отток денежных средств в виде дивидендных выплат.

Рассмотрим модель отечественного ученого С. В. Захарова [4], которая включает в себя четыре стадии жизненного цикла компании:

- 1) начальная,
- 2) быстрый неустойчивый рост,
- 3) стабильность,
- 4) стагнация.

Модель С. В. Захарова основана на следующих параметрах:

- средняя ожидаемая рентабельность активов;
- волатильность операционного денежного потока;
- доля инвестиций, необходимая для поддержания темпов роста, в активах компании.

Распределение этапов жизненного цикла в зависимости от показателей доходности операционной деятельности и уровня инвестиций по модели С. В. Захарова предполагает выделение начальной стадии, стадии быстрого неустойчивого роста, стадии стабильности и стадии стагнации. При этом автором отмечается, что на начальной стадии формируется величина первичных постоянных затрат и делается допущение о наличии высокой вероятности рисков в отношении нереализации проекта.

Использование волатильности в качестве одного из параметров является сильной стороной данной модели, однако в рассмотренных моделях и исследованиях не учитываются факторы, способные оказать влияние на переход с одного этапа жизненного цикла на другой.

Особое внимание данному вопросу уделено в исследовании Ю. С. Ованесовой [5]. Ученая использовала модель с четырьмя этапами жизненного цикла, которые определяются на основе денежных потоков от различных видов деятельности (на основе модели В. Дикинсон). Распределение этапов жизненного цикла в зависимости от денежных потоков приведено в табл. 4.

Зависимость этапов жизненного цикла от денежных потоков по модели Ю. С. Ованесовой

| Стадия жизненного цикла компании | Денежный поток от операционной деятельности | Денежный поток от финансовой деятельности | Денежный поток от инвестиционной деятельности |
|----------------------------------|---|---|---|
| Зарождение | Отрицательный | Положительный | Отрицательный |
| Рост | Положительный | Положительный | Отрицательный |
| Зрелость | Положительный | Отрицательный | Отрицательный |
| Спад | Отрицательный | Положительный | Положительный |

Таблица 4

Согласно данным табл. 4 соотношение количественных значений денежных потоков компании формируется в отношении их положительного или отрицательного значения, при этом практически на протяжении всего жизненного цикла денежный поток от инвестиционной деятельности формирует отрицательное значение. С целью оценки вероятности перехода с одного этапа жизненного цикла на другой автор модели проанализировал этапы попарно (зарождение-рост, рост-зрелость, зрелость-спад), используя метод бинарной логистической регрессии. Для модели использовалась выборка, которая состояла данных по 581 компании за период 1997–2011 гг. Независимыми переменными, которые, по сути, являются факторами перехода от одного этапа к другому, выступали показатели, отражающие результаты коэффициентного анализа, дивидендной политики, инвестиционной политики и пр.

Исследование показало, что только в паре рост-зрелость показатели доли краткосрочных и долгосрочных обязательств в структуре капитала являются значимыми переменными и показывают обратную зависимость при уровне значимости 5%.

Таким образом, можно сделать вывод, что при формировании политики управления структурой капитала необходимо учитывать не только долговую нагрузку, но и этап жизненного цикла компании, характеризующийся ее уровнем развития в операционной, финансовой и инвестиционной деятельности.

Список литературы

1. Castro P., Tascón M. T., Amor-Tapia B. The role of life cycle on the firm's capital structure // Research Gate. URL: https://www.researchgate.net/publication/292643419_The_role_of_life_cycle_on_the_firm's_capital_structure (дата обращения: 11.06.2021).

2. Lin Tian, Liang Han. Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence from Chinese Manufacturing Firms // Wiley Online Library. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/cwe.12105> (дата обращения: 11.06.2021).

3. Ивашковская И. В., Янгель Д. О. Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста // Research Gate. URL: https://www.researchgate.net/publication/328594335_Ziznennyj_cikl_organizacii_i_agregirovannyj_pokazatel_rosta (дата обращения: 11.06.2021).

4. Захаров С. В. Стратегия финансирования компании на различных стадиях жизненного цикла как инструмент увеличения ее стоимости для акционеров: автореф. дисс. ... канд. экон. наук // Электронная библиотека диссертаций. URL: <https://www.dissercat.com/content/strategiya-finansirovaniya-kompanii-na-razlichnykh-stadiyakh-zhiznennogo-tsikla-kak-instrume/read> (дата обращения: 11.06.2021).

5. Ованесова Ю. С. Влияние стадии жизненного цикла организаций на эффективность IPO на развивающихся рынках капитала: автореф. дисс. ... канд. экон. наук // Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». URL: https://www.hse.ru/data/2013/11/15/1334080413/%D0%9E%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B5%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%B0%20%D0%90%D0%B2%D1%82%D0%BE%D1%80%D0%B5%D1%84%D0%B5%D1%80%D0%B0%D1%82_%D0%92%D0%90%D0%9A.pdf (дата обращения: 11.06.2021).

References

1. Castro P., Tascón M. T., Amor-Tapia B. The role of life cycle on the firm's capital structure // Research Gate. URL: https://www.researchgate.net/publication/292643419_The_role_of_life_cycle_on_the_firm's_capital_structure (date of access: 11.06.2021).

2. Lin Tian, Liang Han. Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence from Chinese Manufacturing Firms // Wiley Online Library. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/cwe.12105> (date of access: 11.06.2021).

3. Ivashkovskaya I. V., Yangel D. O. Organizational Life Cycle and Aggregate Growth Indicator // Research Gate. URL: <https://www.researchgate.net/publication/>

328594335_Ziznennyj_cikl_organizacii_i_agregirovannyj_pokazatel_rosta (date of access: 11.06.2021).

4. Zakharov S. V. The strategy of financing a company at various stages of the life cycle as a tool for increasing its value for shareholders: author. diss. ... cand. econom. sciences // Electronic library of dissertations. URL: <https://www.dissercat.com/content/strategiya-finansirovaniya-kompanii-na-razlichnykh-stadiyakh-zhiznennogo-tsikla-kak-instrume/read> (date of access: 11.06.2021).

5. Ovanesova Yu. S. The influence of the stage of the life cycle of organizations on the efficiency of ipo in emerging capital markets: author. diss. ... cand. econom. sciences // National Research University Higher School of Economics. URL: https://www.hse.ru/data/2013/11/15/1334080413/%D0%9E%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B5%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%B0%20%D0%90%D0%B2%D1%82%D0%BE%D1%80%D0%B5%D1%84%D0%B5%D1%80%D0%B0%D1%82_%D0%92%D0%90%D0%9A.pdf (date of access: 11.06.2021).