

# ИСПОЛЬЗОВАНИЕ КОНЦЕПЦИИ ТРАНЗАКЦИОННЫХ ИЗДЕРЖЕК В УПРАВЛЕНИИ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА

С. В. Лепешкина

Алтайский государственный университет (Барнаул, Россия)

Рассматриваются теоретические аспекты вопросов, связанные с оценкой капитала, формированием его структуры с точки зрения принятия управленческого решения в области формирования затрат по его привлечению и поддержанию. Уточнено понятие «капитал» с позиции его формирования и последующей оценки эффективности. Обоснован подход к формированию на основе развития концепций структуры капитала современного периода. Предлагается методика оценки стоимости капитала и формирования целевой структуры капитала, основанная на включении транзакционных издержек в затраты на капитал, что позволяет более точно определить размер данных затрат по отношению к размеру собственного капитала и более точно сформировать средневзвешенную стоимость капитала организации. Эмпирический характер исследования позволяет использовать предложенный способ формирования структуры капитала применительно к различным (индивидуальным) условиям функционирования организации с последующим уточнением параметров принятия решений исходя из целевых установок деятельности организации.

**Ключевые слова:** капитал, стоимость капитала, структура капитала, транзакционные издержки, финансовый рычаг, управленческое решение, показатели эффективности, теория фирмы.

## USING THE CONCEPT OF TRANSACTION COSTS IN CAPITAL STRUCTURE MANAGEMENT

S. V. Lepeshkina

Altai State University (Russia, Barnaul)

The article discusses the theoretical aspects of issues related to the assessment of capital, the formation of its structure from the point of view of making management decisions in cost formation on its attraction and maintenance. The concept of “capital” is clarified from the point of view of its formation and subsequent efficiency assessment. The approach to the formation of capital structure concepts of the modern period on the development basis is justified. The method of estimating the cost of capital and the formation of the target capital structure, based on the inclusion of transaction costs in the cost of capital, which allows you to more accurately determine the size of these costs in relation to the amount of equity and more accurately generate the weighted average cost of capital of the organization. The empirical nature of the study allows us to use the proposed method of forming the capital structure in relation to various (individual) conditions of the organization’s functioning, followed by clarification of the parameters of decision-making based on the set goals of the organization’s activities.

**Keywords:** capital, cost of capital, capital structure, transaction costs, financial leverage, management decision, performance indicators, firm theory.

---

Структура капитала организации уже давно является одним из наиболее важных элементов системы финансового управления, поскольку именно капитал позволяет организации создавать добавленную стоимость и обеспечивать финансовое благополучие в течение опреде-

ленного периода времени (с позиции привлечения (стоимость, период), структуры (финансовый риск) и эффективности распределения привлеченных ресурсов (основной и оборотный капитал)). Важную роль играют и сформированные операционные, инвестиционные и корпоративные стратегии, направ-

ленные на создание конкурентных преимуществ и обеспечение необходимого для поставщиков ресурсов уровня рентабельности.

В этом ключе целесообразно уточнить понятие «капитал» с точки зрения его формирования и последующей оценки эффективности. Для целей исследования под капиталом понимаются исключительно долгосрочные источники финансирования, имеющие процентную оценку (т. е. по которым начисляются проценты). Таким образом, из пассивов (источников финансирования) должны быть исключены нефинансовые обязательства, а также кредиторская задолженность, что позволяет нейтрализовать использование операционной стратегии и применить исключительно корпоративную и инвестиционную. Кроме того, исключение нефинансовых обязательств позволяет нивелировать спонтанное финансирование (дебиторская и кредиторская задолженность). Применительно к инвесторам-кредиторам (предоставившим заемные источники финансирования) целесообразно применять субститут долгосрочного финансирования — краткосрочные кредиты и займы, если по ним начисляются проценты.

В теориях структуры капитала отсутствует единый методологический подход. Современная теория предполагает отсутствие оптимальной структуры капитала и зависимости средневзвешенной стоимости капитала от его структуры, а традиционная и компромиссная — наоборот, свидетельствуют о наличии зависимости и оптимальной структуре. Основные отличия вызваны как раз реакцией поставщиков собственных ресурсов на привлечение заемного капитала. В условиях несовершенства рынков (современная теория) собственники в течение некоторого времени не реагируют на увеличение заемного капитала, а в условиях совершенного рынка (традиционная и компромиссная теории) — требуют увеличения доходности на вложенный капитал, что обусловлено ростом финансового риска, отраженным в теориях финансового рычага. С точки зрения принятия решений по структуре капитала во всех теориях отмечается, что структура капитала не важна. Но в традиционной и компромиссной модели уделяется внимание поиску и реализации высокодоходных инвестиционных проектов.

Одним из направлений является иерархическая теория структуры капитала, развившаяся из теории асимметричности информации (наличие у менеджеров большей информации о собственной компании). В данной теории определена иерархия привлечения источников финансирования: первоначально используются внутренние источники, при необходимости привлечения внутренних — вначале используются более надежные источни-

ки. Особенности теории заключаются в выделении двух источников собственного капитала — внутреннего и внешнего, что ограничивает возможность определения четкой структуры капитала, но объясняет обратную зависимость между доходностью и финансовым рычагом.

Развитие эмпирических исследований в области структуры капитала и детерминант его формирования в XXI веке получило новый виток. На фоне расслоения развития экономик (выделение развитых и развивающихся) делаются выводы о структуре капитала с точки зрения теории асимметричности информации. Существенным вкладом в развитие парадигмы структуры капитала внес С. В. Родригес [4]. В своей работе «Различия в управлении структурой капитала в Латинской Америке и США после кризиса 2008 года» обосновал различия между детерминантами структуры капитала в развитых и развивающихся рынках, обозначив, что уровень задолженности на развивающихся рынках подвержен двум теориям — информационной асимметрии и порядка размещения. Таким образом, по мнению С. В. Родригеса, теория компромисса больше подходит для развитых стран, а теория иерархии помогает понять политику в отношении формирования структуры капитала развивающихся стран.

Все вышеперечисленные теории в своей основе опираются на контрактную теорию фирмы, а значит, на структуру капитала влияют контрактные издержки, к которым в теориях структуры капитала можно отнести:

- агентские издержки;
- издержки банкротства;
- трансакционные издержки.

Агентские издержки можно разделить на прямые (издержки мониторинга (проведение внутреннего аудита) и издержки самоограничения проведение совета директоров или собрания акционеров) и косвенные (издержки расхождения — альтернативные издержки, связанные с уменьшением благосостояния принципала).

Издержки банкротства — как правило, рассматриваются с позиции отказа организации от привлечения заемного капитала, что повышает риск банкротства. Очень часто к таким издержкам относят затраты, связанные с процедурой банкротства.

Трансакционные издержки — сопутствующие операционной деятельности (не связаны с ней), предполагают затраты, связанные с получением информации, а также затраты, связанные с заключением контрактов. Трансакция предполагает переход титула собственности. Таким образом, трансакционные издержки не имеют прямого отношения к формированию стоимости капитала, но всецело влияют на возможность его получения

и сохранения (например, поддержание деловых соглашений), что можно считать существенным условием при привлечении капитала, а значит, включать в показатель формирования стоимости. Следует обратить внимание на факт отнесения организации к той или иной организационно-правовой форме и ее публичности (возможности привлечения капитала на фондовом рынке, т. е. привлечение собственного капитала из внешних источников).

Таким образом, при формировании стоимости капитала важным элементом его оценки должен стать не только учет прямых затрат, связанных с привлечением капитала (в начале статьи определено, что мы относим к капиталу организации), но и издержки, являющиеся детерминантами его привлечения и функционирования.

Проблемой является отнесение издержек к собственному или заемному капиталу, что существенно может повлиять на его оценку, а значит, на общую стоимость привлечения капитала (с позиции WACC) и целевую структуру капитала, сформированного менеджментом организации. Поэтому все виды издержек относят к собственному капиталу, однако их учет применительно к стоимости капитала ограничен.

С целью совершенствования метода оценки стоимости собственного капитала коммерческой

организации (основываясь на компромиссной модели для непубличных компаний) предлагается следующая модель расчета цены собственного капитала с учетом транзакционных издержек:

$$K_E = \frac{P_t + T_c + P_r}{E} * 100\%, \quad (1)$$

где  $K_E$  — цена собственного капитала в отчетном периоде;

$E$  — объем собственного капитала в отчетном периоде;

$P_t$  — прибыль, распределенная между учредителями, или дивиденды (для акционерных обществ);

$T_c$  — транзакционные издержки собственного капитала предприятия;

$P_r$  — сумма реинвестированной прибыли.

По сути  $(P_r + P_t)$  можно представить следующим образом:

$$EBT * (1 - Tax),$$

где EBT — прибыль до налогообложения;

T — ставка налога на прибыль (капитал).

В таблице 1 представлена сравнительная характеристика фактически используемого на сегодняшний день метода определения стоимости собственного капитала и предлагаемого к использованию.

Таблица 1

Сравнительная характеристика методов оценки стоимости собственного капитала организации

Наименование	Фактически используемый метод (традиционный)	Предлагаемый к использованию метод
Формула расчета	$K_E = \frac{P_t}{E} * 100\%$	$K_E = \frac{P_t + T_c + P_r}{E} * 100\%$
Характеристики	Учитывает только распределенную среди учредителей прибыль или дивиденды (для акционерных обществ)	Учитывает транзакционные издержки и реинвестированную прибыль как факторы, влияющие на стоимость собственного капитала
Область применения	Универсальна	Применима к большинству российских компаний
Особенности	На практике часто приводит к ошибочным суждениям о стоимости собственного капитала	Позволяет реально оценить стоимость собственного капитала компании

Предлагаемая модель имеет ряд допущений:

- 1) уровень транзакционных издержек возможно снизить, компания заинтересована в его снижении;
- 2) заемные средства направляются на приобретение товара или основных средств, но не для покрытия транзакционных издержек;
- 3) собственники заинтересованы замещать долю реинвестированной прибыли заемным капиталом, при его сравнительно низкой стоимости;

- 4) прибыль, остающаяся в распоряжении организации, выплачивается собственникам или капитализируется (формируется нераспределенная прибыль).

Формируя целевую стоимость капитала организации и принимая в расчет прибыль после налогообложения (которая может быть разделена на прибыль, остающуюся в распоряжении организации и прибыль, выплачиваемую собственникам организации), можно определить размер транзакционных издержек (задан целевой размер с учетом планирования показателей).

Осуществляя трансформацию формулы, можно выразить размер транзакционных издержек при заданном уровне стоимости капитала и с учетом варьирования финансового риска (соотношения собственного и заемного капитала) следующим образом:

$$T_c = \frac{WACC(1-T) * K_d * D}{1 - \frac{WACC(1-T) * K_d * D}{EBT}} \quad (2)$$

Используя данную формулу, организация может сформировать размер транзакционных издержек, необходимый для поддержания стоимости капитала на заданном уровне.

Таким образом, максимально низкие значения средневзвешенной стоимости капитала демонстрируются при условии высоких значений финансового рычага (а значит, с позиции финансового риска) и соотношений размера транзакционных издержек и собственного капитала. Стоит отметить, что данная модель является базовой (т. е. не учитывает особенности ведения бизнеса — отраслевую, региональную и т. д. специфики),

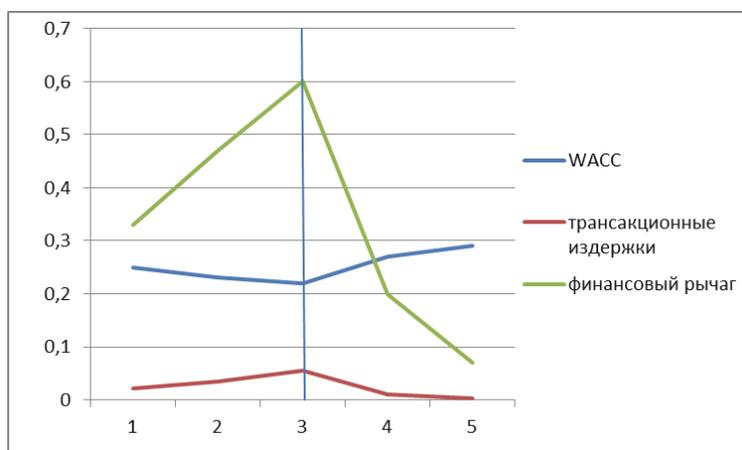
но может быть использована для принятия управленческих решений с позиции моделирования размера, структуры, стоимости капитала. Однако такое планирование не может быть долгосрочным, так как показатель стоимости не является статичным и подвержен воздействию большого количества детерминант, что затрудняет расчет целевых значений.

Возможностью соотнесения размера транзакционных издержек и эффективностью деятельности организации занимались такие ученые, как Е. В. Николаева, Д. А. Плетнев, С. В. Лушников [2]. Авторы отмечают, что данному вопросу не уделяется должного внимания, а также что средние корпорации достаточно эффективно используют факторы экономии на транзакционных издержках, что позволяет им показывать высокие результаты деятельности. В данном ключе использование предложенной модели может позволить непубличным компаниям осуществлять не только планирование размера транзакционных издержек, структуру капитала, но и формировать степень влияния показателя на финальные результаты деятельности.

Таблица 2

Расчетные показатели транзакционных издержек выбора структуры капитала

Показатель	Ед. изм	1	2	3	4	5
T	Кэф.	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
WACC	Кэф.	0,25	0,23	0,22	0,27	0,29
E	Стоимостной	100,00	80,00	60,00	120,00	140,00
D	Стоимостной	50,00	70,00	90,00	30,00	10,00
Ke	Кэф.	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Kd	Кэф.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EBT	Стоимостной	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00
Tc	Стоимостной	2,11	2,77	3,32	1,34	0,47
Отношение Tc/E	Кэф.	0,021	0,035	0,055	0,011	0,003
Финансовый рычаг	Кэф.	0,33	0,47	0,6	0,2	0,07



Графическое отображение расчетных величин при выборе структуры капитала

**БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК**

1. Медушевская И. Е. Транзакционные издержки коммерческой организации // Известия высших учебных заведений. Поволжский регион. Экономические науки. 2016. № 1 (4). С. 29–36.
2. Николаева Е. В., Плетнев Д. А., Лушников С. В. Сравнительный анализ транзакционных издержек крупных и средних корпораций России // Вестник Челябинского государственного университета. 2014. № 9 (338). Экономика. Вып. 44. С. 62–68.
3. Черненко Д. Современная парадигма в исследованиях структуры капитала // Economics. 2016. № 8 (185): 45–51.
4. Rodrigues S. V. et al. Capital structure management differences in Latin American and US firms after 2008 crisis // Journal of Economics, Finance and Administrative Science. 2017. T. 22, №. 42. — С. 51–74.

**REFERENCES**

1. Medushevskaya, I. Ye. Transaction costs of a commercial organization // News of higher educational institutions. Volga region. Economic sciences. 2016. No. 1 (4). Pp. 29–36.
2. Nikolaeva E. V., D. A. Pletnev, S. V. Lushnikov Comparative analysis of transaction costs of large and medium-sized corporations in Russia // Bulletin of the Chelyabinsk State University. 2014. No. 9 (338). Economy. Issue 44. Pp. 62–68.
3. Chernenko D. The modern paradigm in the study of capital structure // Economics. 2016. № 8 (185): 45–51.
4. Rodrigues S. V. et al. Capital structure management differences in Latin American and US firms after 2008 crisis // Journal of Economics, Finance and Administrative Science. 2017. V. 22, №. 42. Pp. 51–74.

Поступила в редакцию: 15 января 2020 г.  
Принята к печати: 26 февраля 2020 г.