

ФАКТОРЫ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ИНФОРМАЦИОННО-ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

Г.Л. Толкаченко¹, А.О. Бойко²

^{1,2}Тверской государственной университет, г. Тверь

Целью статьи является определение факторов, оказывающих влияние на формирование структуры капитала информационно-технологических компаний. В качестве детерминантов структуры капитала проанализированы как внутренние факторы, которые находятся в зависимости от стратегии деятельности самой компании, так и внешние, которые являются экзогенными и потенциально или фактически воздействуют на нее. Научная новизна: выявлено, что специфика отрасли информационных технологий обуславливает корреляцию некоторых факторов с долей долга в капитале в отличие от компаний других отраслей.

***Ключевые слова:** факторы структуры капитала, финансовый леверидж компании, детерминанты, собственный капитал, заемный капитал.*

Всё больше экономистов изучают особенности функционирования информационно-технологических (ИТ) компаний, определяют влияние структуры капитала на финансовые показатели компании и детерминантов на структуру капитала. Это позволило сформировать различные выводы: 1) о выборе доли собственного капитала в активах компаниями, избегании заёмных средств; 2) феномене нулевого долга (zero-leverage) в ИТ отрасли [13]; 3) применимости теории компромисса и теории иерархии в ИТ-компаниях [12]; 4) возможности объяснения структуры капитала новых быстрорастущих инновационных компаний с помощью теорий компромисса и иерархии [9].

На структуру капитала компании оказывает воздействие значительное количество факторов. Большая часть авторов разделяет факторы на внутренние и внешние по отношению к компании. Внутренние факторы находятся в зависимости от стратегии деятельности самой компании, от принимаемых операционных, инвестиционных и финансовых решений компании. Факторы внешней среды компании являются экзогенными и потенциально или фактически воздействуют на нее (рис. 1).

Бизнес-риск (или производственный риск), свойственный деятельности компании, является значимым для внешней среды компании и воздействует на структуру её капитала. Ключевые факторы производственного риска – неустойчивость спроса на услуги и продукты ИТ-компаний, неустойчивость цен на реализацию продуктов и оказание услуг в связи с конкуренцией в отрасли, быстрым технологическим ростом и скоростью устаревания продуктов, наличием постоянных затрат (операционный леверидж).

Кроме того, рынок определяет ставки процента и максимальные объемы займа, принимая во внимание вероятную изменчивость потока доходов компании, а в отрасли ИТ-компаний волатильность денежных

потоков велика из-за специфики деятельности. Доходы ИТ-компаний складываются из поступлений по двум основным каналам: договоры абонентского обслуживания, которые оплачиваются равномерно и регулярно, и проекты по внедрению, где средства поступают в виде аванса за предстоящие работы, очередного транша по графику финансирования, оплаты после подписания акта выполненных работ, то есть они нерегулярны.

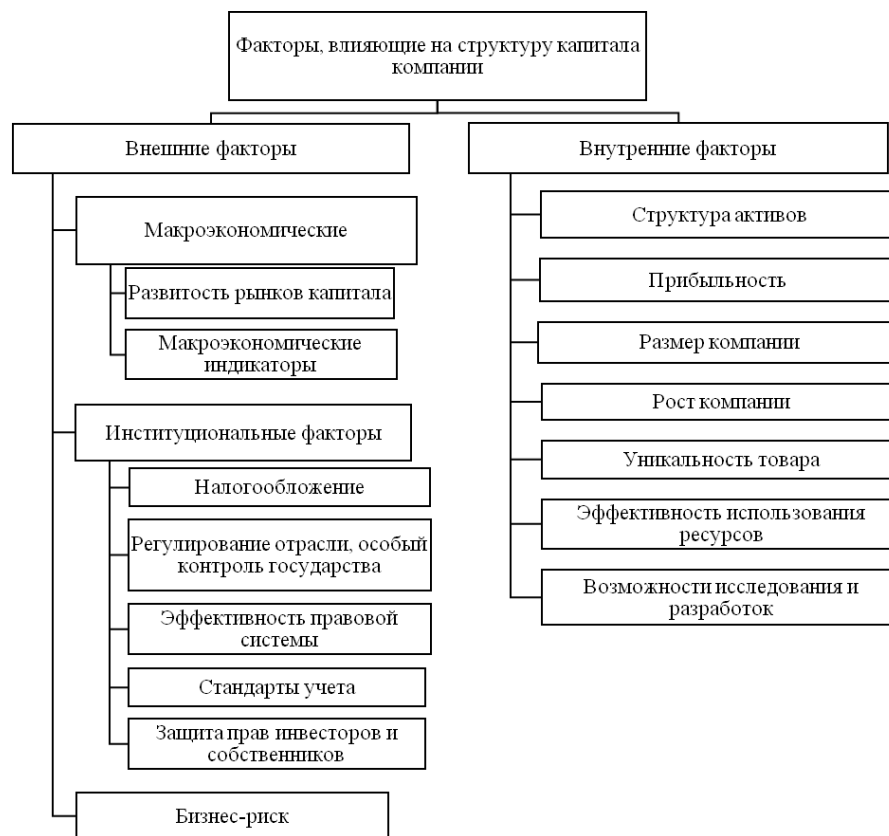


Рис. 1. Классификация факторов, влияющих на структуру капитала*
*Составлено авторами.

Развитость рынка капитала определяется зрелостью банковской системы, фондового рынка, рынка корпоративных облигаций, свободой доступа к информации о финансовых рынках, уровнем раскрытия информации. Без участия рынков капитала невозможно финансирование инновационных проектов, внедрение новых технологий, рост компаний и развитие деятельности. Чем больше развит рынок капитала, тем у компании имеется более существенный выбор способов получения и размещения денежных средств, что позволяет формировать эффективную структуру капитала.

Заемное финансирование формирует долговые налоговые щиты. Рост налога на прибыль, с одной стороны, приводит к снижению денежных потоков, падению прибыли. Однако, согласно компромиссной теории

структуры капитала, повышение прямых налогов увеличивает эффект налогового щита, поэтому налог на прибыль положительно влияет на леверидж. Это объясняется тем, что рост уровня налогообложения стимулирует использование заемного капитала компаниями в связи с возможностью уменьшения налогооблагаемой прибыли (эффекта «налогового щита»), поэтому ожидается прямая зависимость между показателями структуры капитала и уровнем налогообложения. Помимо этого, так как амортизация и инвестиционный налоговый кредит относятся к расходам компании, они также создают недолговые налоговые щиты. По мнению Х. Де Анжело и Р. Масулис налоговые вычеты на амортизацию и инвестиционные налоговые кредиты сопряжены с инвестиционной деятельностью компании, и являются субститутами налоговых щитов, которые связаны с применением ссудного финансирования. Вследствие этого присутствие у компании высоких недолговых щитов, сравнительно с ожидаемыми денежными потоками, способствует снижению применения заемного капитала [10, с. 22].

Эмпирические исследования, которые говорят о наличии негативного воздействия недолговых налоговых щитов на долговую нагрузку, не подтвердились, были даже получены эмпирические подтверждения присутствия положительной связи [8].

Российские ученые П.В. Данилова [1, с. 160], И.В. Ивашковская и М.С. Солнцева [2, с. 28], в своих исследованиях выявили, что фактор государственного регулирования отрасли оказывает положительное влияние на леверидж и отражает специфику структуры капитала компании.

В Российской Федерации с начала 2000-х гг. государство обеспечивает благоприятную среду для развития ИТ-отрасли и гарантирует преференции для отечественной конкурентоспособной продукции (бизнес-приложения, антивирусное программное обеспечение и программное обеспечение информационной безопасности, интернет-сервисы, применяемые в корпоративной среде). Акцент делается на клиентские и мобильные операционные системы, серверные операционные платформы, системы для управления БД, способы управления «облачной» инфраструктурой, пользовательское и офисное программное обеспечение; оказание помощи в разработке программного обеспечения, связанного с отраслевой спецификой. Например, разработка ПО для промышленности (PLM, CAD, CAM, CAE), топливно-энергетического комплекса (ТЭК), строительства (BIM, CAD, CAM), здравоохранения, финансового сектора, транспорта [5].

Структура активов компании находится в зависимости от отраслевой специфики компании и это, как доказали авторы компромиссной теории, оказывает большое влияние на структуру капитала компаний. Вид деятельности и технологии определяют используемые активы в различных отраслях.

Относительно ИТ-компаний специфика нематериальных активов показывает отрицательную связь с уровнем долга.

Большая доля нематериальных активов проблематична с точки зрения финансирования за счет заемного капитала, поскольку в силу своих уникальных особенностей они могут быть труднодоступными для других предприятий и обеспечения кредитов в банках [3]. Соответственно, компании, которые следуют инновационным стратегиям и стратегиям развития, как

правило, представляют более низкий уровень долга в своей структуре капитала. В связи с этим в российской практике признается уникальным пример дочерней компании АФК «Система» - «Система Массмедиа». Медиакомпания привлекла кредит сроком на три года в размере 1,2 млрд руб. под залог нематериальных активов (права библиотеки видеоконтента), полученные средства использовала для создания фильмов и погашения текущих долгов [4].

Согласно эмпирическим исследованиям, прибыльность обратно зависима левериджу компании [6, 11]. В соответствии с теорией порядка финансирования, компания ограничивается внутренними источниками финансирования и довольно редко использует внешние источники, когда доход компании достаточен для выплаты дивидендов и обеспечения её развития и роста. Исходя из этого, финансовый леверидж будет снижаться.

Согласно компромиссной теории: чем выше прибыль, тем больше необходимость компании в налоговой защите, и тем больше тенденция к использованию заемного финансирования. В данном случае немаловажна роль отраслевой принадлежности компании. Для ИТ-компаний, в которых прибыль создается в основном за счет нематериальных активов (разработка и продажа ПО, исключительных авторских прав на программы для ЭВМ, базы данных, лицензии) стоимость заемного финансирования будет сравнительно высокой. Это объясняется тем, что технологические компании испытывают проблему отсутствия активов, которые могут выступать залогом — стоимость разработок банкам оценить трудно, поэтому часто компании получают отказ в кредитовании.

Влияние размера компании на структуру капитала является неоднозначным. Согласно теории компромисса, размер компании является определяющим фактором структуры капитала, поскольку более крупные компании обладают большей способностью предоставлять залоговые гарантии и имеют более высокие кредитные рейтинги. Это означает, что крупные компании имеют больше возможностей для привлечения средств за счет заемного капитала.

Однако прослеживается и другая связь. Эмиссия акций для малых фирм по стоимости выше привлечения заемного финансирования, но и привлечение долгосрочного заемного капитала также затруднено (например, выпуск облигаций сопровождается затратами на эмиссию, раскрытие информации, оплату услуг юристов и андеррайтеров). Исходя из этого, малый бизнес прибегает к краткосрочному заемному капиталу и доступному для него лизингу, поэтому малые компании могут быть более левериджированы, чем крупные [3]. Кроме того, согласно теории порядка финансирования, у малых компаний внутренних источников финансирования еще практически нет или крайне мало, поэтому может наблюдаться обратная связь между размером компании и финансовым рычагом.

В компаниях отрасли информационных технологий, размер фирмы положительно связан с уровнем задолженности, поскольку более крупные фирмы имеют больше возможностей предоставить залог, и имеют меньшую

вероятность стать несостоятельными. Таким образом, они имеют более легкий доступ к рынкам капитала и платят ниже процентные ставки [7].

Влияние роста компании на структуру её капитала спорно. С одной стороны, согласно теории иерархии финансирования, быстрорастущие компании нуждаются в увеличении внешнего финансирования, т.к. внутреннего (за счет нераспределенной прибыли) финансирования становится недостаточно. С другой стороны, компромиссная теория предполагает, что показатель долговой нагрузки отрицательно коррелирует с показателем роста, так как из-за роста деятельности компании растет и её свободный денежный поток, и издержки финансовой неустойчивости, которые ведут к снижению долговой нагрузки более перспективных компаний.

ИТ-компаниям, отличающимся высокими темпами роста, в большей степени необходимо привлечение дополнительных источников финансовых ресурсов в связи с растущими инвестиционными потребностями, поэтому, согласно логике данного исследования, ожидаемая взаимосвязь между темпами роста и уровнем долговой нагрузки будет положительной.

Более высокий уровень уникальности товара компании позволяет компании становиться более финансово-устойчивой и финансово независимой. Из этого следует, если компания производит уникальный товар, то компания получает высокую доходность по данному товару, и будет финансироваться за счет внутренних источников.

С помощью коэффициента оборачиваемости собственного капитала или текущих активов компании производится оценка, насколько эффективно компания использует свой капитал или текущие активы для получения дохода. Чем выше коэффициент, тем эффективнее компания использует свой капитал, соответственно результативнее финансовый менеджмент компании, а её деятельность менее рискованна. В соответствии с теорией компромисса, компания имеет больше возможностей к развитию и привлечению дополнительных источников финансирования. Это говорит о положительной эффективности использования ресурсов компании с долей долга в капитале.

В противоположность данному положению иерархическая теория говорит об отрицательной корреляции, в связи с тем, что компания с рациональным менеджментом и финансовой устойчивостью может финансировать себя за счет внутренних источников.

Характерной особенностью информационно-технологичных компаний представляется большая доля финансирования исследований и разработок новых изобретений в структуре затрат. Согласно компромиссной теории, корреляционная зависимость возможности исследования и разработок и структуры капитала положительна, так как чем больше у компании потенциал к новым разработкам, тем больше источников финансирования необходимо компании. Однако, данная гипотеза больше применима к компаниям другого сектора. В ИТ-индустрии возможности исследования и разработок выступают одной из основных видов деятельности компании, поэтому в соответствии с порядком иерархии основная доля расходов относится на компанию и финансируется за счет доходов от основной деятельности (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Влияние ключевых факторов на структуру капитала компаний*

факторы, повышающие леверидж компаний	факторы, снижающие леверидж компаний	факторы, влияние которых на леверидж неоднозначно
<ul style="list-style-type: none"> • развитость рынка капитала; • уровень регулирования отрасли; • рост. 	<ul style="list-style-type: none"> • волатильность потока доходов; • бизнес-риск; • структура активов компании; • уникальность товара. 	<ul style="list-style-type: none"> • долговые налоговые щиты; • недолговые налоговые щиты; • размер фирмы; • прибыльность; • эффективность использования ресурсов; • возможности исследования и разработок.

*Составлено авторами.

Таким образом, наиболее значимыми и имеющими прямую связь с уровнем финансового левериджа, являются развитость рынка капитала, уровень регулирования отрасли, рост компании. К факторам, которые оказывают отрицательное влияние на финансовый леверидж, можно отнести внутренние факторы: структура активов и уникальность товара компании; внешние факторы: волатильность доходов и бизнес-риск. Есть факторы, влияние которых неоднозначно. Это налоговые щиты, размер фирмы, прибыльность, эффективность использования ресурсов, возможности исследования и разработок. То есть, возможна как положительная, так и отрицательная корреляция с долей долга в капитале.

Грамотный выбор источников финансирования ИТ-компаниями, а также рациональное формирование соотношения собственного и заемного капитала с учетом как внутренних, так и внешних факторов, позволит максимизировать эффективность использования капитала и сохранить финансовую устойчивость в долгосрочной перспективе.

Список литературы

1. Данилов П.В. Факторы формирования структуры капитала российских и украинских компаний [Текст] // Ж-л экономической теории. 2007. №4. С. 145–160.
2. Ивашковская И.В. Детерминанты стратегических решений о финансировании крупных компаний на развивающихся рынках капитала: пример России, Бразилии и Китая [Текст] И.В. Ивашковская, М.С. Солнцева // Российский журнал менеджмента. 2009. Т. 7. №1. С. 25–42.
3. Макарова С. Г., Великороссова Е. Н. Особенности формирования структуры капитала компаний в различных отраслях российской экономики // Аудит и финансовый анализ. 2014. № 2. С. 425–438.
4. Мы первые, кому удалось привлечь кредит под залог интеллектуальной собственности [Электронный ресурс] // Финансовый директор. 2012. №10. URL: <http://e.fd.ru/article.aspx?aid=297069> (дата обращения: 05.10.2018).
5. Приказ Минкомсвязи России от 01.05.2015 № 96 «Об утверждении плана импортозамещения программного обеспечения» // Минкомсвязь России

- [Официальный сайт]. URL: <http://minsvyaz.ru/ru/documents/4548/> (дата обращения: 07.10.2018).
6. Antoniou A., Gurney Y., Paudyal K. The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions // Journal of financial and quantitative analysis. – 2008. Vol. 43. №1. Pp. 59–92.
 7. Bouallegui, Imen. Capital structure determinants and the new High-Tech firms: The critical distinction between fixed and random effects through a static panel data investigation. No. 22477. University Library of Munich, Germany. 2006. URL: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/22477/1/MPRA_paper_22477.pdf (дата обращения: 07.10.2018).
 8. Bradley M., Jarrell G.A., Han Kim. E. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence // The journal of finance. 1984. Vol. 39. №3. Pp. 857–878.
 9. Coleman S., Robb A. Capital Structure Theory and New Technology Firms: Is There a Match? – Management Research Review Vol. 35 No. 2. 2012 Pp. 106–120.
 10. DeAngelo H., Masulis R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation // Journal of financial economics. 1980. №8. Pp. 3–29.
 11. Psillaki M., Daskalakis N. Are the determinants of capital structure country or firm specific? // Small business economics. 2009. Vol. 33. №3. Pp. 319–333.
 12. Sheeran R. Capital Structure Choice and the New High-Tech Firm // Proceedings of the Academy of Economics and Finance. 2001.
 13. Strebulaev I.A., Yang B. The mystery of zero-leverage firms. – Journal of Financial Economics. №109. 2013. pp. 1–23.

FACTORS OF THE CAPITAL STRUCTURE IN INFORMATION TECHNOLOGICAL COMPANIES

G.L. Tolkachenko¹, A.O. Boyko²

^{1,2}Tver State University, Tver

The aim of the article is to determine the factors that influence the formation of the capital structure of information technological companies. The authors analyze determinants of the capital structure such as internal factors that are dependent on the company's business strategy and external factors that are exogenous and potentially or actually affect it. The article highlights that the specifics of information technology industry stipulates the correlation of some factors with the debt shares in the capital.

Keywords: *capital structure factors, financial leverage of a company, determinants, equity, debt capital.*

Об авторах:

ТОЛКАЧЕНКО Галина Львовна – заведующая кафедрой финансов и кредита Института экономики и управления, кандидат экономических наук, профессор, e-mail: Tolkachenko.GL@tversu.ru

БОЙКО Анастасия Олеговна – магистрант 2 курса, программы «Финансовый менеджмент, учет и анализ рисков» Института экономики и управления, e-mail: anastasiyaboiko@yandex.ru

About the authors:

TOLKACHENKO Galina L'vovna – head of the Department of Finance and

credit of the Institute of Economics and management, PhD, Professor, e-mail: Tolkachenko.GL@tversu.ru

BOJKO Anastasiya Olegovna – undergraduate 2 courses, "Financial Management, Account and Risk Analysis" programs of Institute of economy and management, e-mail: anastasiyaboiko@yandex.ru

References

1. Danilov P.V. Faktory formirovaniya cstrukturny kapitala rossijskih i ukrainских kompanij [Tekst] // ZH-l ehkonomicheskoy teorii. 2007. №4. S. 145–160.
2. Ivashkovskaya I.V. Determinanty strategicheskikh reshenij o finansirovanii krupnykh kompanij na razvivayushchihsya rynkah kapitala: primer Rossii, Brazillii i Kitaya [Tekst] I.V. Ivashkovskaya, M.S. Solnceva // Rocsijiskij zhurnal menedzhmenta. 2009. T. 7. №1. S. 25–42.
3. Makarova S. G., Velikorossova E. N. Osobennosti formirovaniya cstrukturny kapitala kompanij v razlichnyh otrachyah rossijskoj ehkonomiki // Audit i finansovyj analiz. 2014. № 2. S. 425–438.
4. My pervye, komu udalos' privlech' kredit pod zalog intellektual'noj sobstvennosti [EHlektronnyj resurs] // Finansovyj direktor. 2012. №10. URL: <http://e.fd.ru/article.aspx?aid=297069> (data obrashcheniya: 05.10.2018).
5. Prikaz Minkomsvyazi Rossii ot 01.05.2015 № 96 «Ob utverzhdenii plana importozameshcheniya programmogo obespecheniya» // Minkomsvyaz' Rossii [Oficial'nyj sajt]. URL: <http://minsvyaz.ru/ru/documents/4548/> (data obrashcheniya: 07.10.2018).
6. Antoniou A., Gurney Y., Paudyal K. The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions // Journal of financial and quantitative analysis. – 2008. Vol. 43. №1. Pp. 59–92.
7. Bouallegui, Imen. Capital structure determinants and the new High-Tech firms: The critical distinction between fixed and random effects through a static panel data investigation. No. 22477. University Library of Munich, Germany. 2006. URL: https://mpa.ub.uni-muenchen.de/22477/1/MPRA_paper_22477.pdf (data obrashcheniya: 07.10.2018).
8. Bradley M., Jarrell G.A., Han Kim. E. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence // The journal of finance. 1984. Vol. 39. №3. Pp. 857–878.
9. Coleman S., Robb A. Capital Structure Theory and New Technology Firms: Is There a Match? – Management Research Review Vol. 35 No. 2. 2012 Pp. 106–120.
10. DeAngelo H., Masulis R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation // Journal of financial economics. 1980. №8. Pp. 3–29.
11. Psillaki M., Daskalakis N. Are the determinants of capital structure country or firm specific? // Small business economics. 2009. Vol. 33. №3. Pp. 319–333.
12. Sheeran R. Capital Structure Choice and the New High-Tech Firm // Proceedings of the Academy of Economics and Finance. 2001.
13. Strebulaev I.A., Yang B. The mystery of zero-leverage firms. – Journal of Financial Economics. №109. 2013. Pp. 1–23.