

JEL classification: G32, G34

THE THEORY OF CAPITAL STRUCTURE

Adambekova A.A.,

Doctor of Economic Sciences, Professor,
Narxoz University,
Almaty, The Republic of Kazakhstan

Kokeyeva S.E.,

PhD student,
Narxoz University,
Almaty, The Republic of Kazakhstan

ABSTRACT

Purpose – to discuss the various theories that help to explain the definition of optimal capital structure. Give a brief overview of each type of models and their relationship with each other. Summarize and discuss the results obtained by the researchers, compare them with the available evidence.

Methodology – general scientific and general economic methods of analyses were used to solve the problems of the study.

Originality/value – the paper analyzes the scientific and theoretical views on the choice and optimization of capital structure. Paper surveys capital structure theories based on agency costs and asymmetric information. For each type of model, a brief overview of the papers surveyed and their relation to each other is provided. The central papers are described in some detail, and their results are summarized and followed by a discussion of related extensions.

Findings – many researchers have approached the study of optimal corporate capital structure. Unfortunately, there has been little consensus among researchers on what the optimal capital structure is. However, it is important to synthesize the literature on capital structure and where possible, to relate the literature to known empirical evidence. In recent years, SMEs are one of the major contributors of growth in developing countries. A comprehensive study on capital structure determinants of SMEs must be provide insightful knowledge in this area.

Keywords – capital structure models, financial leverage, structure decisions, corporate governance.

УКД 336.64

ТЕОРИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Адамбекова А.А.,

Доктор экономических наук, профессор,
АО «Университет Нархоз»,
г. Алматы, Казахстан

Кокеева С.Э.,

Докторант PhD,
АО «Университет Нархоз»,
г. Алматы, Казахстан

АННОТАЦИЯ

Цель исследования – обсудить различные теории, которые позволяют объяснить определение оптимальной структуры капитала. Привести краткий обзор каждого типа моделей и их взаимосвязи друг с другом. Обобщить и обсудить полученные исследователями результаты, сопоставить их с имеющимися-ся доказательствами.

Методологию исследования – для решения задач исследования использовались общенаучные и общэкономические методы анализа.

Оригинальность/ценность работы – проведен анализ научно-теоретических воззрений о выборе и оптимизации структуры капитала. Рассматриваются теории структуры капитала, основанные на агент-ских издержках и асимметричной информации. Для каждого типа моделей приводится краткий обзор исследованных работ и их взаимосвязь друг с другом.

Результаты исследования – несмотря на доказательства, представленные в отношении теорий структуры капитала, не существует модели, которая убедительно проверяла бы многие конкурирующие теории по оптимальной структуре капитала. Теории в основном базировались на исследованиях по решениям о структуре капитала на крупномасштабных отраслях промышленности. В связи с чем, необходимо провести комплексное исследование действия данных теорий на примере малых и средних предприятий, для получения более глубоких знаний в этой области.

Ключевые слова – кредитное плечо, структура капитала, стоимость компании, модели структуры капитала.

ВВЕДЕНИЕ

Концепция структуры капитала получила большое внимание после знаменитой работы в 1958г. Модильяни и Миллера «Издержки по привлечению капитала, корпоративные финансы и теория инвестирования» [1], которые продемонстрировали, что выбор между долгом и собственным капиталом не оказывает существенного влияния на стоимость фирмы. Эта теория действует при условии идеальных рынков капитала, на котором нет трений, таких как транзакционные издержки и издержки банкротства. Однако, в реальном мире, не все рынки капитала совершенны. Как отметил Страбулаев [2], последовательное устранение этих предположений может привести к большим изменениям в структуре капитала. Модильяни и Миллер [3] впоследствии исправили свое предложение: поскольку проценты по долгу не подлежат налогообложению, фирма, используя больше долгов, эффективно уменьшает свои затраты на налоги. По мере увеличения отношения долга к собственному капиталу рыночная стоимость фирмы увеличивается на текущую стоимость процентного налогового щита. Высокий уровень задолженности побуждает рынки реагировать на это, требуя более высоких норм прибыли. Поэтому, чтобы минимизировать средневзвешенную стоимость капитала, фирмы будут избегать чистой долговой позиции и

искать оптимальное сочетание долга и собственного капитала. Высокий уровень долга может привести к вероятности неспособности выплачивать проценты по кредиту, что в свою очередь приведет к банкротству[4]. В связи с этим, компании стремятся к такому уровню финансирования, при котором максимальны экономия от налогов и минимальна вероятность банкротства. Многие исследователи, изучая этот вопрос выдвинули различные модели по оптимизации структуры капитала, однако несмотря на то, что с начала активного изучения данной проблемы прошло более пол века, ученые до сих пор не пришли к единому мнению. Историю развития концепций в области структуры капитала и исследователей, внесших вклад в развитие данного вопроса, можем увидеть из Схемы 1.

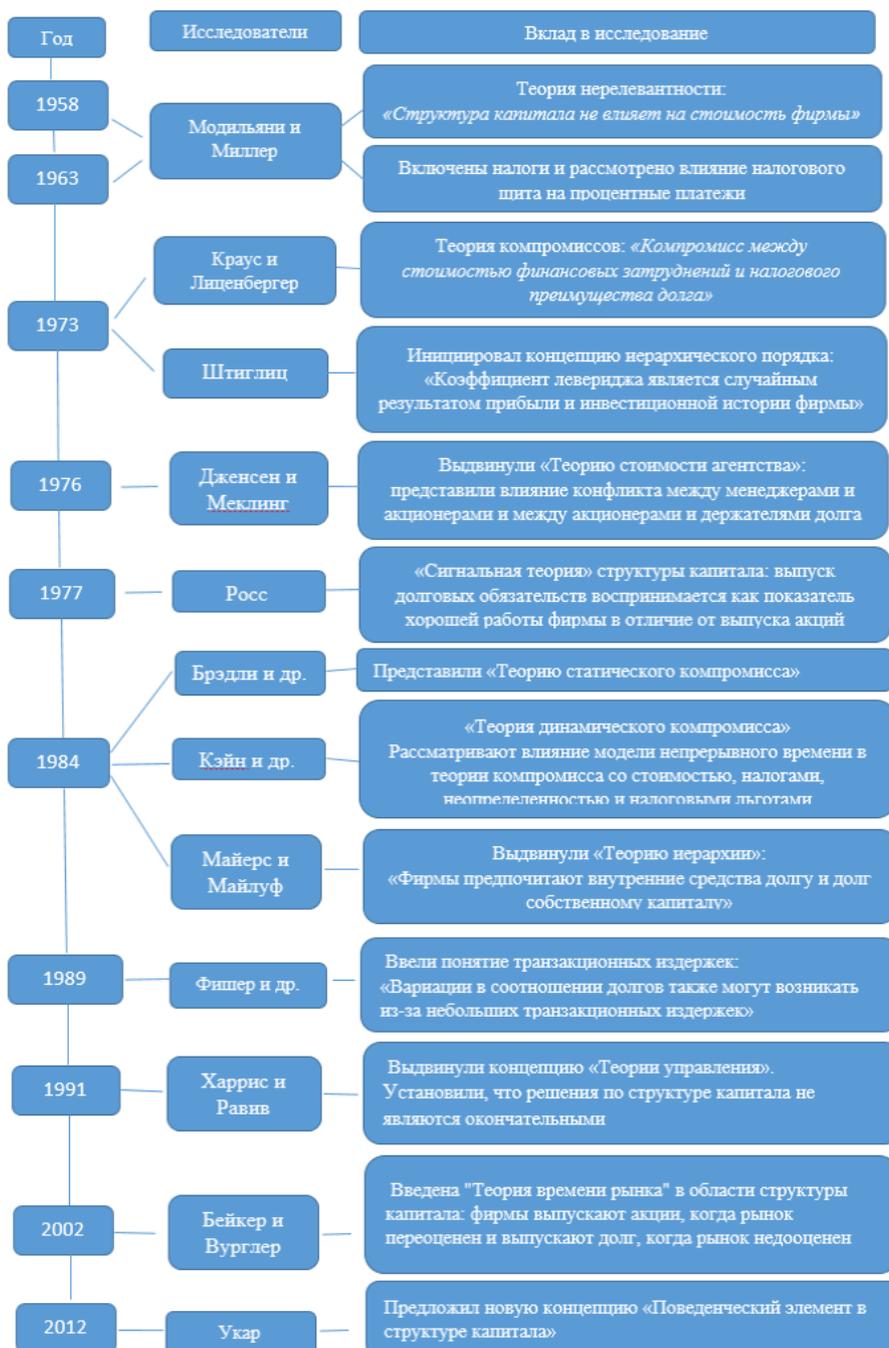
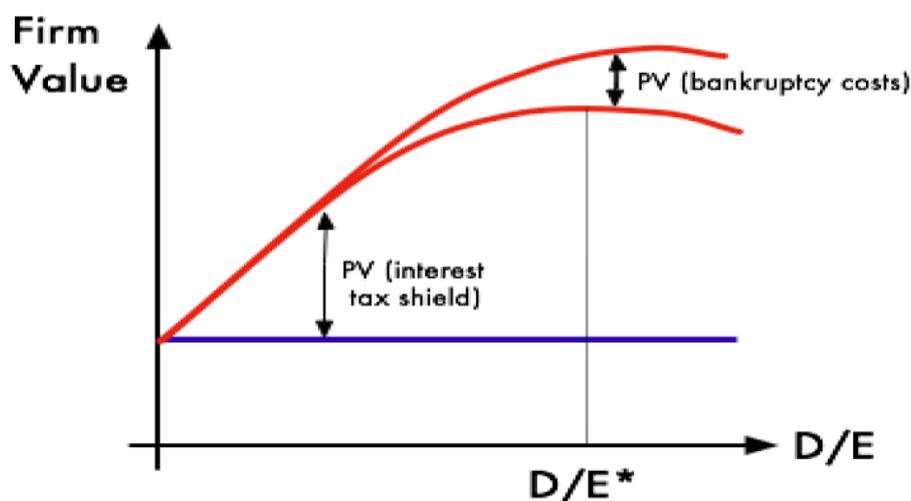


Схема 1. Появление новых концепций в структуре капитала

Ряд исследований подтвердили существование оптимального соотношения заемного и собственного капитала. Это основано исключительно на существовании рыночных недостатков, таких как транзакционные издержки и потенциальные издержки банкротства. Например, Баумоль и Малкейл де-монстрируют с помощью кривых безразличия, что введение транзакционных издержек в уравнение нерелевантности стоимости приводит к дисбалансу, в котором акционер ищет оптимальную точку в соотношении долга и капитала [5]. Штиглиц рассматривает последствия банкротства для стоимости фирмы и утверждает, что при определенных предположениях существует оптимальная структура капитала. Он основывается на том, что при отсутствии банкротства номинальные ставки по долгу не зависят от отношения долга к собственному капиталу. Однако, когда есть возможность банкротства, номинальные ставки по долгу увеличиваются, что делает долги более рискованными. Следовательно, даже не принимая во внимание транзакционные издержки, рыночная стоимость фирмы будет зависеть от возможности банкротства [6].

Теория компромисса возникла в результате исследования Крауса и Лиценбергерга в 1973 году [7]. В своей модели стационарного соотношения, они вводят корпоративные налоги и издержки возможного банкротства в модель государственного предпочтения оптимальной финансовой структуры и подтверждают существование оптимальной структуры капитала. Согласно теории компромисса структуры капитала, менеджеры пытаются сбалансировать выгоды от налога на проценты с текущей стоимостью возможных издержек финансового кризиса [8], по данной теории должна существовать некоторая форма оптимальной структуры капитала, и соответствие с балансом между текущей стоимостью процентных налоговых щитов и стоимостью банкротства. Хотя, использование этой модели на практике ограничено, она содержит общие рекомендации для принятия решения по оптимизации структуры капитала. Бреннан и Шварц [9] утверждают, что возможность затрат на банкротство увеличивает неопределенность будущих экономий на налогах, и показывают, что эта неопределенность служит причиной для создания оптимальной структуры капитала. Брэдли, Джаррелл и Ким [10] также учитывают влияние издержек возможного банкротства и налоговых щитов на структуру капитала компании.

На Рисунке 1 показан компромисс между приведенной стоимостью налоговой субсидии, связанной с увеличением кредитного плеча, и текущей стоимостью затрат на банкротство. В этом случае, фирмы будут искать оптимальную структуру капитала. Это тот уровень, на котором максимизируют налоговые льготы при минимизации риска банкротства, возникающего в результате использования чрезмерной задолженности.



Рисунок–1. Теория компромисса.

Источник: *Brealey, Myers and Allen [11]*.

Раджан и Зингалес (1995), Фрэнк и Гоял (2009), Кю и Ла (2010) также подтвердили в своих эмпирических исследованиях, что теория компромиссов предсказывает, что фирмы с относительно безопасными материальными активами в меньшей степени подвержены издержкам финансового кризиса, и поэтому они будут занимать больше. Фирмы с рискованными нематериальными активами будут в большей степени подвержены финансовым издержкам и будут занимать меньше. Фама и Френч [12] используют перекрестные регрессии для определения влияния налогообложения на стоимость фирм. Они не находят доказательств того, что налоговые защиты способствуют рыночной стоимости фирмы. Если это так, то у фирм могут не быть стимулов для увеличения задолженности, чтобы воспользоваться налоговыми защитами. Исследователи делают вывод о том, что налоги играют умеренную роль в объяснении структуры капитала фирмы. Согласно этой теории компании, имеющие надежные материальные активы и значительные объемы налогооблагаемой прибыли, требующей защиты, должны планировать высокие коэффициенты долговой нагрузки, а компании, имеющие рискованные нематериальные активы, вынуждены осуществлять финансирование главным образом за счет собственного капитала [13]. Поэтому для того, чтобы воспользоваться налоговыми защитами по процентам, фирмы, которые имеют долги, позволяющие сэкономить на выплате налогов, должны брать больше. И наоборот, фирмы имеющие долги, которые не позволяют сэкономить на налогах, должны иметь меньше долгов в своей структуре капитала. Хотя, Брэдли, Джаррелл и Ким [10] находят противоположные доказательства этому предсказанию. Другие исследователи подтверждают данную теорию.

Модели агентских издержек определяют влияние агентских проблем, овеществленных в агентских издержках на структуру капитала. Исследования в этой области были инициированы Дженсеном и Меклингом [14] на основе более ранних работ Фамы и Миллера. Теория базируется на том, что менеджеры не всегда действуют в интересах акционеров. Они определяют два основных конфликта между сторонами компании: во-первых, между менеджерами и акционерами, и во-вторых, между акционерами и кредиторами. Менеджеры стремятся ради собственной выгоды, достичь такого уровня, при которой фирма, которой они управляют, получит максимальную прибыль. Долг дает акционерам стимул инвестировать эффективно. Харрис и Равив [15] утверждают, что если доходность инвестиций превышает номинальную стоимость долга, то акционеры получают выгоду. И наоборот, в случае неудачного инвестирования акционеры несут ограниченную ответственность, осуществляя свое право уйти. Удерживая на постоянном уровне абсолютные инвестиции управляющего в фирму, увеличение доли фирмы, финансируемой за счет долга, увеличивают долю управляющего в капитале и смягчают потери от конфликта между менеджерами и акционерами. Кроме того, как указал Дженсен [16], поскольку долг обязывает фирму выплачивать наличные деньги, он уменьшает количество "свободных" наличных денег, доступных менеджерам для участия в вышеупомянутых видах деятельности. Такое смягчение конфликтов между управляющими и держателями ценных бумаг является преимуществом долгового финансирования. Таким образом, стоимость стимулирования инвестиций в проекты по снижению стоимости, создаваемые долгом, покрывается акционерами, которые выпускают долг. Этот эффект, обычно называемый "эффектом замещения активов", представляет собой агентскую стоимость долгового финансирования [15].

Myers [17] отмечает, что когда фирмы находятся на грани банкротства, у акционеров нет стимула инвестировать больше собственного капитала, даже при наличии положительных проектов NPV. Так как стоимость, полученная от проектов, будет начисляться главным образом держателям долга. Увеличение долга уменьшает сумму "свободных денежных средств" и увеличивает долевое владение управляющим остаточным требованием. Штульц [18] утверждает, что выплаты по долгам могут повлиять на акционеров как положительно, так и отрицательно. С положительной стороны, платежи по долгам заставляют менеджеров выплачивать проценты, тем самым уменьшая потенциальную проблему переинвестирования. С отрицательной стороны, чрезмерная задолженность может привести к высоким процентным выплатам, что может привести к отказу от прибыльных проектов, что приведет к проблеме недофинансирования. Таким образом, структура капитала определяется компромиссом между выгодами и издержками задолженности. Согласно модели Харриса и Равива, фирмы с более высокой ликвидационной стоимостью, будут иметь больше долга, но также будут иметь высокую рыночную стоимость,

чем аналогичные фирмы с более низкой ликвидационной стоимостью. Причиной этому является то, что ликвидация является лучшей стратегией. Поэтому информация является более полезной и требует более высокого уровня задолженности. Увеличение долга приводит к более высокой вероятности дефолта. Харрис и Равив, используя предположение о постоянной доходности по шкале, показывают, что уровень долга относительно ожидаемого дохода фирмы, вероятность дефолта, доходность облигаций и вероятность реорганизации не зависят от размера фирмы [15].

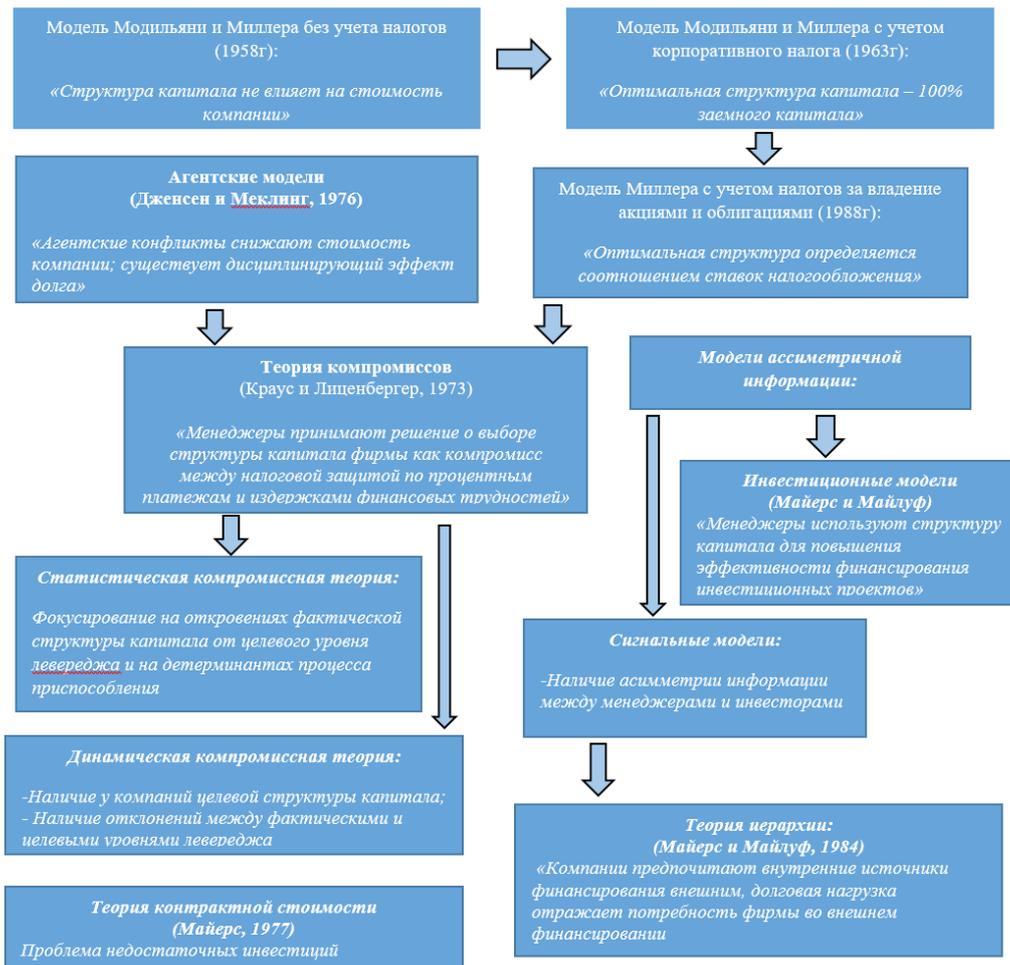
Согласно *модели асимметричной информации*, на рынке существуют значительные информационные асимметрии, а менеджеры организации являются операторами, владеющими инсайдерской информацией. Рыночные цены не отражают всей информации. Информация не является общедоступной, и менеджеры могут давать сигналы рынку через принятие финансовых решений (выбор структуры капитала или дивидендной политики). Модели асимметричной информации делятся на инвестиционные модели и сигнальные модели. Согласно инвестиционной модели Майерса и Майлуфа [19], структура капитала используется менеджерами для повышения эффективности финансирования инвестиционных проектов. В модели предполагается, что менеджеры действуют в интересах акционеров, существовавших на момент принятия решений. Согласно модели, если инвесторы на рынке имеют ошибочную информацию об оценке компании, то финансирование хороших инвестиционных проектов с помощью эмиссии акций сделает эти проекты невыгодными для старых акционеров. Другие источники финансирования, как обязательства, позволят принять положительное решение по проекту.

Согласно *сигнальной модели*, которые рассматривали исследователи как Росс, Леленд и Пайл, менеджеры используют структуру капитала в качестве своеобразного информационного передатчика. В модели Росса предполагается возможность финансовыми решениями менеджера повлиять на восприятие риска инвесторами. Реальный уровень риска денежных потоков может не меняться, но менеджеры, как монополисты на информацию о будущих денежных потоках, могут выбирать сигналы о перспективах развития [20]. Предполагается, что менеджеры получают вознаграждение по результатам работы, как определенную долю от рыночной оценки всей компании. Концепция выбора источников финансирования, построенная на сигнальной модели, позволяет объяснить выбор структуры капитала в различных компаниях.

Теорию иерархии в 1984 г. С. Майерс и С. Майлуф сформулировали на основе модели структуры капитала при асимметричности информации, которая основывается на выборе менеджерами источников финансирования. Он доказывает, что внутренние источники, как нераспределенная прибыль занимает предпочтительное место среди источников финансирования. Эмиссия акций негативно воспринимается инвесторами, так как менеджеры выпускают акции по завышенной цене. Это подтверждают и эмпирические исследования крупных компаний США, а также эмпирические исследования, проводимые в последние годы среди Азиатских стран [21]. Согласно теории иерархии для того, чтобы избежать информационных последствий новых выпусков акций, фирма с большей вероятностью выпустит долг, чем капитал. Этот прогноз обусловлен тем, что менеджеры полагают, что ценные бумаги их фирм недооценены. Теория иерархии подразумевает, что менеджеры будут следовать по пути наименьшего сопротивления, и что они выпустят самую дешевую форму финансирования. В этом случае фирмы будут выбирать нераспределенную прибыль, поскольку у нее нет проблем с выбором. Когда нераспределенная прибыль исчерпана, фирма может выпустить долг. Когда больше нет смысла выпускать больше долгов, капитал может быть выпущен в качестве источника финансирования последней инстанции. Фирмы с ограниченными инвестиционными возможностями и высокими свободными денежными потоками будут иметь низкие коэффициенты задолженности. И наоборот, фирмы с высокими темпами роста с низкими свободными денежными потоками будут иметь высокие коэффициенты задолженности [19]. Ряд исследований подтвердили существование теории иерархии. Результаты исследований Б. Атиета [22], основанная на методике, предложенной Л. Шиямом-Сандером и С. Майерсом, и базирующаяся на анализе 88 французских компаний, входящих в индекс SBF, за период с 1999 по 2005 г. подтверждают теорию. Б. Атиет заключает, что дивидендные платежи, капитальные затраты, чистое изменение оборотного капитала и операционного денежного потока на 81% объясняют изменение долговой нагрузки компаний. Раджан и Зингалес [23] используют набор данных из семи промышленно развитых

стран, и они находят доказательства теории иерархии в виде отрицательной связи между рычагами и прибыльностью. Однако некоторые исследователи, как Хелвеге и Лян [24] считают, что использование внешнего финансирования не соответствует теории иерархии. Чиринко и А. Сингха [25] также ставят под сомнение выдвинутую гипотезу Л. Шиямом–Сандером и С. Майерсом, доказывая, что графическая интерпретация не соответствует гипотезе, реализуемую через построение регрессий. Работа ученых выявляет ряд существенных моментов, необходимых для оптимизации структуры капитала, и предлагает аргументированные замечания к выводам, полученным Л. Шиямом–Сандером и С. Майерсом. Но большинство исследователей как Фрэнк и Гоял (2003), Фланнери и Ранган (2006), Лири и Робертс (2010) подтверждают теорию иерархии. Выводы авторов говорят о том, что теория иерархии играет важную роль в объяснении финансовых решений. Сейферт и Гоненс в 2010 году [26] исследовав фирмы в двадцати трех странах с развивающейся рыночной экономикой, пришли к выводу, что финансирование по теории иерархии преобладает только на тех развивающихся рынках, где существуют проблемы асимметричной информации и значительных агентских затрат. Г. Вера и В. Нгансо [27] осуществляет сравнительный анализ действия теории иерархии в Канаде и Колумбии. Применяя методiku, предложенную Л. Шиямом–Сандером и С. Майерсом, ученые приходят к выводу, что межстрановые различия существуют: если в Канаде теория работает для всех компаний, независимо от их размера, то в Колумбии – теория работает только для крупных фирм. Исследователи связывают это с неразвитым рынком капитала и не проведенными официально займами, и искажениями в отчетности. Этот вывод подтверждает теорию о том, что финансовые решения зависят от преобладающих рыночных условий, где работают фирмы. Из вышесказанного, можно сделать вывод, что данные по теории иерархии неоднозначны и финансовые решения зависят от ряда факторов, которые могут по-разному влиять на структуру капитала.

Теории контрактной стоимости зависят от проблемы недостаточных инвестиций, предложенной Майерсом в 1977 году. Проблему недофинансирования можно объяснить тем, что у фирм, имеющих большие займы больше шансов пройти инвестиционные возможности из-за риска дефолта. Эта проблема еще более усугубляется более высокими издержками акционерного капитала, связанными с перспективой дефолта фирм. Это может привести к трудному финансовому положению фирм, и стать причиной отказа от капитальных и инвестиционных возможностей. Прогнозирование гипотезы о стоимости контрактов заключается в том, что фирмы, стоимость которых состоит главным образом из приведенной стоимости нематериальных инвестиционных возможностей, будут выбирать более низкие коэффициенты задолженности. Такой консервативный подход к выпуску долговых обязательств используется для минимизации негативных последствий проблемы недостаточных инвестиций. И наоборот, крупные зрелые фирмы с меньшими инвестиционными возможностями будут выбирать высокие коэффициенты задолженности из-за меньшей вероятности финансовых трудностей. Этот прогноз противоречит теории иерархии, которая утверждает, что фирмы с высоким ростом и относительно меньшим количеством денежных потоков будут иметь более высокие коэффициенты. Несколько исследований проверили гипотезу о контрактных издержках, используя волатильность доходов, рост активов, рост продаж в качестве показателя возможностей роста. Гипотезу стоимости контрактов исследовали Баркли и Смиф (1996), Абор и Бикпи (2005), Френк и Гоял (2009) и др. Так как ученые использовали в качестве показателя роста различные показатели, полученные ими выводы, были разными. Когда соотношение рынка к балансу используется в качестве показателя для инвестиционных возможностей, обычно выявляется отрицательная взаимосвязь. Однако при использовании роста продаж и активов обычно обнаруживается положительная связь. Это можно объяснить следующим образом: рост в базе активов фирмы обеспечивает финансистам некоторую форму залога для продвижения кредита. С другой стороны, соотношение рынка к балансу может составлять значительную долю нематериальных инвестиционных возможностей. Следовательно, такие фирмы будут выбирать более низкий долг [28].



Рисунок–2. Схема теорий структуры капитала.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение следует отметить, что литература, посвященная обсуждению структуры капитала, прошла путь от предложений Модильяни и Миллера до контраргументов, основанных на более реалистичных предположениях, которые проиллюстрированы на Рисунке 2.

Введение налогов и издержек банкротства предполагают существование оптимальной структуры капитала, хотя финансовые теоретики не смогли ее определить из-за отсутствия точных моделей структуры капитала. Несмотря на доказательства, представленные в отношении теорий структуры капитала, Баркли и Смит [29] утверждают, что не существует модели, которая убедительно проверяла бы многие конкурирующие теории структуры капитала. Трудно отказаться от одной теории в пользу другой, так как, теории не являются взаимоисключающими. Следует отметить, что нелегко измерить множество переменных, влияющих на оптимальную структуру капитала. Исследования в различных странах в некоторых случаях показывают различные результаты, поэтому, чтобы понять фактические различия между финансовыми решениями развитых и развивающихся стран, необходимо провести дальнейшие исследования, чтобы внести вклад в существующую литературу по теории и детерминантам структуры капитала. Теории по структуре капитала в основном базировались на исследованиях по решениям о структуре капитала на крупномасштабных отраслях промышленности. Поэтому необходимо провести комплексное исследование действия данных теорий на примере с малыми и средними предприятиями, для получения более глубоких знаний в этой области.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- 1 Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *Am. Econ. Rev.* 1958. Vol. 48, № 3. P. 261–297.
- 2 Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? - STREBULAEV - 2007 - The Journal of Finance - Wiley Online Library [Electronic resource]. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2007.01256.x> (accessed: 16.10.2018).
- 3 Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // *Am. Econ. Rev.* 1963. Vol. 53, № 3. P. 433–443.
- 4 Hol S., Wijst N.V. der. The financial structure of nonlisted firms // *Appl. Financ. Econ.* 2008. Vol. 18, № 7. P. 559–568.
- 5 Baker M., Wurgler J. Market Timing and Capital Structure // *J. Finance.* 2002. Vol. 57, № 1. P. 1–32.
- 6 Brinckmann J., Kim S.M. Why We Plan: The Impact of Nascent Entrepreneurs' Cognitive Characteristics and Human Capital on Business Planning // *Strateg. Entrep. J.* 2015. Vol. 9, № 2. P. 153–166.
- 7 Kraus A., Litzenberger R.H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage // *J. Finance.* 1973. Vol. 28, № 4. P. 911–922.
- 8 Myers S.C. Capital Structure // *Journal of Economic Perspectives.* 2001. Vol.15, №2 P. 81-102.
- 9 Brennan M., Schwartz E. Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure // 1978. *J. Bus.* 51, 103–114.
- 10 Bradley M., Jarrell G.A., Kim E.H. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence // *J. Finance.* 1984. Vol. 39, № 3. P. 857–878.
- 11 Salawu. An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria [Electronic resource]. 2007. URL: <http://scialert.net/fulltext/?doi=ijaef.2007.16.28> (accessed: 11.01.2018).
- 12 Fama E.F., French K.R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value // *J. Finance.* 1998. Vol. 53, № 3. P. 819–843.
- 13 DeAngelo H., Masulis R.W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation // *J. Financ. Econ.* 1980. Vol. 8, № 1. P. 3–29.
- 14 Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *J. Financ. Econ.* 1976. Vol. 3, № 4. P. 305–360.
- 15 The Theory of Capital Structure - HARRIS - 1991 - The Journal of Finance - Wiley Online Library [Electronic resource]. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x> (accessed: 19.10.2018).
- 16 Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *Am. Econ. Rev.* 1986. Vol. 76, № 2. P. 323–329.
- 17 Determinants of corporate borrowing - ScienceDirect [Electronic resource]. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X77900150> (accessed: 19.10.2018).
- 18 Stulz R. Managerial discretion and optimal financing policies // *J. Financ. Econ.* 1990. Vol. 26, № 1. P. 3–27.
- 19 Myers S.C., Majluf N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have: Working Paper 1396. National Bureau of Economic Research, 1984.
- 20 Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach // *Bell J. Econ.* 1977. Vol. 8, № 1. P. 23–40.
- 21 Kumar S., Colombage S., Rao P. Research on capital structure determinants: a review and future directions // *Int. J. Manag. Finance.* 2017. Vol. 13, № 2. P. 106–132.
- 22 The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms - ProQuest [Electronic resource]. URL: <https://search.proquest.com/openview/f4997efe7a3172385813e626a7578209/1?pq-origsite=gscholar&cbl=1056382> (accessed: 19.10.2018).
- 23 What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data - RAJAN - 1995 - The Journal of Finance - Wiley Online Library [Electronic resource]. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x> (accessed: 19.10.2018).

- 24 Helwege J., Liang N. Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms // *J. Financ. Econ.* 1996. Vol. 40, № 3. P. 429–458.
- 25 Chirinko R.S., Singha A.R. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment // *J. Financ. Econ.* 2000. Vol. 58, № 3. P. 417–425.
- 26 Pecking Order Behavior in Emerging Markets* - Seifert - 2010 - *Journal of International Financial Management & Accounting* - Wiley Online Library [Electronic resource]. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-646X.2009.01034.x> (accessed: 19.10.2018).
- 27 Vera G.B., Tatiana V., Nganso Y. Comparative Evidence between two differentiated countries.
- 28 Abor J., Biekpe N. How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa?: Evidence from Ghana // *J. Econ. Stud.* 2009. Vol. 36, № 1. P. 83–97.
- 29 Barclay M.J., Smith C.W. The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence // *J. Appl. Corp. Finance.* 1999. Vol. 12, № 1. P. 8–20.

REFERENCES

- 1 Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *Am. Econ. Rev.* 1958. Vol. 48, № 3. P. 261–297.
- 2 Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? - STREBULAEV - 2007 - *The Journal of Finance* - Wiley Online Library [Electronic resource]. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2007.01256.x> (accessed: 16.10.2018).
- 3 Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // *Am. Econ. Rev.* 1963. Vol. 53, № 3. P. 433–443.
- 4 Hol S., Wijst N.V. der. The financial structure of nonlisted firms // *Appl. Financ. Econ.* 2008. Vol. 18, № 7. P. 559–568.
- 5 Baker M., Wurgler J. Market Timing and Capital Structure // *J. Finance.* 2002. Vol. 57, № 1. P. 1–32.
- 6 Brinckmann J., Kim S.M. Why We Plan: The Impact of Nascent Entrepreneurs' Cognitive Characteristics and Human Capital on Business Planning // *Strateg. Entrep. J.* 2015. Vol. 9, № 2. P. 153–166.
- 7 Kraus A., Litzenberger R.H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage // *J. Finance.* 1973. Vol. 28, № 4. P. 911–922.
- 8 Myers S.C. Capital Structure // *Journal of Economic Perspectives.* 2001. Vol.15, №2 P. 81-102.
- 9 Brennan M., Schwartz E. Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure // 1978. *J. Bus.* 51, 103–114.
- 10 Bradley M., Jarrell G.A., Kim E.H. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence // *J. Finance.* 1984. Vol. 39, № 3. P. 857–878.
- 11 Salawu. An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria [Electronic resource]. 2007. URL: <http://scialert.net/fulltext/?doi=ijaef.2007.16.28> (accessed: 11.01.2018).
- 12 Fama E.F., French K.R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value // *J. Finance.* 1998. Vol. 53, № 3. P. 819–843.
- 13 DeAngelo H., Masulis R.W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation // *J. Financ. Econ.* 1980. Vol. 8, № 1. P. 3–29.
- 14 Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *J. Financ. Econ.* 1976. Vol. 3, № 4. P. 305–360.
- 15 The Theory of Capital Structure - HARRIS - 1991 - *The Journal of Finance* - Wiley Online Library [Electronic resource]. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x> (accessed: 19.10.2018).
- 16 Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *Am. Econ. Rev.* 1986. Vol. 76, № 2. P. 323–329.
- 17 Determinants of corporate borrowing - ScienceDirect [Electronic resource]. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X77900150> (accessed: 19.10.2018).
- 18 Stulz R. Managerial discretion and optimal financing policies // *J. Financ. Econ.* 1990. Vol. 26, № 1. P. 3–27.

19 Myers S.C., Majluf N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have: Working Paper 1396. National Bureau of Economic Research, 1984.

20 Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach // *Bell J. Econ.* 1977. Vol. 8, № 1. P. 23–40.

21 Kumar S., Colombaro S., Rao P. Research on capital structure determinants: a review and future directions // *Int. J. Manag. Finance.* 2017. Vol. 13, № 2. P. 106–132.

22 The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms - ProQuest [Electronic resource]. URL: <https://search.proquest.com/openview/f4997efe7a3172385813e626a7578209/1?pq-origsite=gscholar&cbl=1056382> (accessed: 19.10.2018).

23 What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data - RAJAN - 1995 - The Journal of Finance - Wiley Online Library [Electronic resource]. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x> (accessed: 19.10.2018).

24 Helwege J., Liang N. Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms // *J. Financ. Econ.* 1996. Vol. 40, № 3. P. 429–458.

25 Chirinko R.S., Singha A.R. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment // *J. Financ. Econ.* 2000. Vol. 58, № 3. P. 417–425.

26 Pecking Order Behavior in Emerging Markets* - Seifert - 2010 - Journal of International Financial Management & Accounting - Wiley Online Library [Electronic resource]. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-646X.2009.01034.x> (accessed: 19.10.2018).

27 Vera G.B., Tatiana V., Nganso Y. Comparative Evidence between two differentiated countries.

28 Abor J., Biekpe N. How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa?: Evidence from Ghana // *J. Econ. Stud.* 2009. Vol. 36, № 1. P. 83–97.

29 Barclay M.J., Smith C.W. The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence // *J. Appl. Corp. Finance.* 1999. Vol. 12, № 1. P. 8–20.

ТҮЙІН

Мақалада автор капитал құрылымы бойынша негізгі теориялар қарастырыған. Модельдің әр түріне қысқаша шолу жасалынып, алынған нәтижелер салыстырылып, талданады. Капитал құрылымы бойынша бәсекелес теориялар бойынша тесттер сенімді нәтижелер бермеуінің бірнеше себептері келтірілді. Болашақ зерттеулер бойынша бағдар берілді.

SUMMARY

The main theories of capital structure have been discussed. For each type of model, a brief overview of the papers surveyed and their relation to each other is provided. Several reasons have been suggested on why the tests of the competing theories of capital structure fail to yield conclusive results. Suggestions for future research are provided.