

УДК 336.64

DOI:10.24412/2782-4845-2024-11-6-19

## СТРУКТУРА КАПИТАЛА КОМПАНИИ КАК ОСНОВА УПРАВЛЕНИЯ ЕЕ ФИНАНСОВЫМИ ИСТОЧНИКАМИ

**В.С. Назаренко**, Липецкий филиал ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ», Липецк, Россия

**В.В. Матыцин**, Липецкий филиал ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ», Липецк, Россия

***Аннотация.** В статье рассматривается вопрос определения структуры капитала компании в контексте ее ключевой роли в управлении источниками финансирования деятельности фирмы. Анализируется западный и отечественный методологического принцип классификации источников финансирования и подход к определению сущности капитала (даны основные отечественные подходы к трактовке понятия «капитал» и концептуальные характеристики категории, а также подходы зарубежных исследователей) и структуры капитала в различных вариациях учета компонента капитала.*

*В работе представлены наиболее востребованные формы привлечения краткосрочного и долгосрочного финансирования, а также обоснование важности учета краткосрочных заемных средств в анализе структуры капитала компании. Рассмотрены основные зарубежные и отечественные теории и предлагаемые модели структуры капитала. На основе имеющихся в открытых источниках данных проведен страновой анализ средней структуры капитала компаний.*

***Ключевые слова:** капитал, структура капитала, финансовые источники, финансовый менеджмент, оптимальная и целевая структура*

**Для цитирования:** Назаренко В.С., Матыцин В.В. Структура капитала компании как основа управления ее финансовыми источниками // ЭФО. Экономика. Финансы. Общество. 2024. №3(11). С. 6-19. DOI:10.24412/2782-4845-2024-11-6-19

## THE CAPITAL STRUCTURE OF THE COMPANY AS THE BASIS FOR MANAGING ITS FINANCIAL SOURCES

**V.S. Nazarenko**, Lipetsk Branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Lipetsk, Russia

**V.V. Matytsin**, Lipetsk Branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Lipetsk, Russia

***Abstract.** The article considers the issue of determining the capital structure of a company in the context of its key role in managing the sources of financing for the company's activities. The article analyzes the Western and Domestic methodological principle of classifying sources of financing and an approach to determining the essence of capital (the main domestic approaches to the interpretation of the concept of "capital" and the conceptual characteristics of the*

*category, as well as the approaches of foreign researchers) and capital structures in various variations of accounting for capital components are given.*

*The paper presents the most popular forms of attracting short-term and long-term financing, as well as the rationale for the importance of taking into account short-term borrowed funds in the analysis of the company's capital structure. The main foreign and domestic theories and proposed models of capital structure are considered. Based on the data available in open sources, a country-by-country analysis of the average capital structure of companies was carried out.*

**Keywords:** *capital, capital structure, financial sources, financial management, optimal and target structure*

### **Введение**

Организация финансового обеспечения деятельности компании представляет собой вопрос стратегического значения, решение которого будет оказывать долгосрочное влияние на финансовый результат, функционирование компании и вообще само ее существование.

Эффективное финансовое обеспечение деятельности компании включает такие вопросы как определение источников финансирования с учетом стратегических ориентиров развития, а также текущих аспектов деятельности, аспекты привлечения и управления средствами, то есть функционирования сбалансированного механизма формирования и управления капиталом.

В конечном счете, на определенном этапе развития перед любой компанией встает вопрос дефиниции оптимальной модели стратегического финансового управления либо ее корректировки с учетом изменения внешней и внутренней среды. Актуализация или построение такой системы управления должны учитывать аспекты конвергенции как управленческих финансовых решений на текущем этапе и их долгосрочных последствий, так и потенциальных инвестиционных решений, и роста компании.

При этом российским компаниям свойственен ряд отличительных особенностей, которые оказывают специфичное влияние на процессы финансового обеспечения деятельности, а именно это особенности непубличной организационной формы, особенности институциональной среды, а также уровень развития рынка капитала.

Целью работы является систематизация основных положений и аспектов категории «структура капитала компании» в контексте ее основополагающей роли как базиса управления финансовыми источниками компании с целью дальнейшего повышения эффективности.

### **Основная часть**

Финансовое обеспечение деятельности бизнеса, представляет собой «управление капиталом, деятельность по его привлечению, размещению и использованию» [1].

Формирование системы финансового обеспечения создания и функционирования бизнеса имеет в своей основе два фундаментальных принципа, определяющих основные направления данной системы: принципа

самокупаемости и принцип самофинансирования. Принцип самофинансирования лежит в основе стратегического планирования долгосрочного развития компании. Именно достижение и сохранение самофинансирования является основополагающим вектором базовых стратегий для западных компаний. Понятие самофинансирования используется при разработке стратегии развития фирмы. Зарубежный опыт показывает, что достижение самофинансирования является основной стратегической линией. При этом самофинансирование ориентирован не на формирование значительных объемов свободных финансовых ресурсов, а на направление их в деятельность компании для получения новой прибыли.

Возвращаясь к вопросу источников финансирования, следует отметить, что в укрупненном виде в отечественной практике их традиционно разделяют на четыре группы, представленные на рисунке 1.



**Рис. 1. Классификация источников финансирования\***

*\*составлено авторами*

При этом важно отметить, что классификация источников, используемая в отечественной практике, в определенной степени отличается от зарубежной в части методологического принципа, лежащего в основе разделения источников на группы.

Для иностранного подхода характерно распределение, основанное на разделении средств компании с формированием их классификации и источников, из которых финансируется деятельность компании с созданием соответствующей отдельной классификации. В то же время эти два вопроса находятся в весьма тесной взаимосвязи, что требует дополнительного освещения.

На рисунке 2 представлена обобщенная классификация средств компании в трактовке западного подхода.



**Рис. 2. Классификация средств компании\***

*\*составлено авторами*

В данной классификации основным элементом выступает именно собственный капитал компании, более подробная структура которого приведена на рисунке 3.



**Рис. 3. Структура собственного капитала компании\***

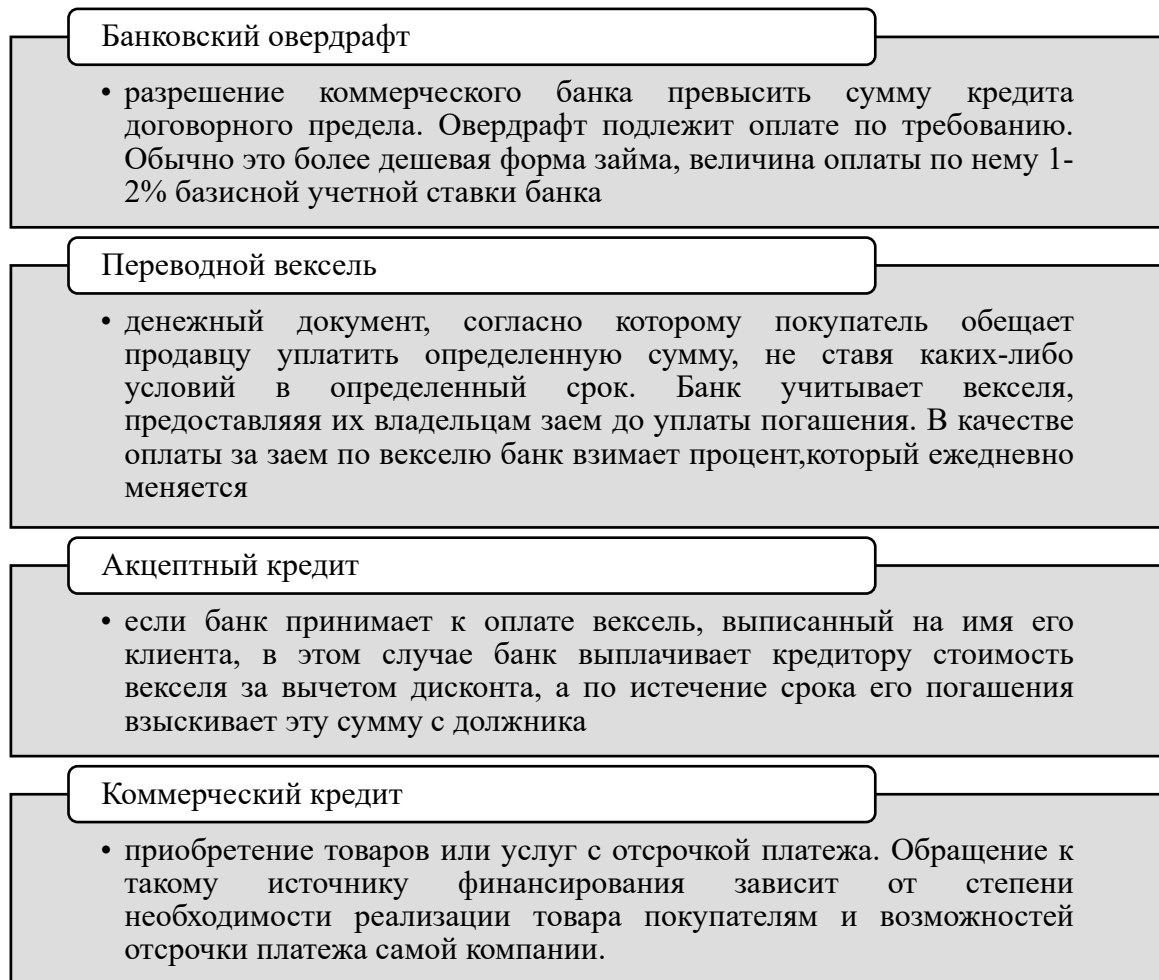
*\*составлено авторами по данным [1]*

Также для зарубежного подхода характерно разделение источников финансирования на внутренние и краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные финансовые средства.

Основным внутренним источником финансирования является чистая прибыль компании.

Краткосрочные финансовые средства представляют собой расходы компании на текущую производственную деятельность, закупку сырья и

материалов, зарплату сотрудников и другие. Краткосрочные финансовые средства могут привлекаться компанией в различных формах (рисунок 4).



**Рис. 4. Формы краткосрочного финансирования\***

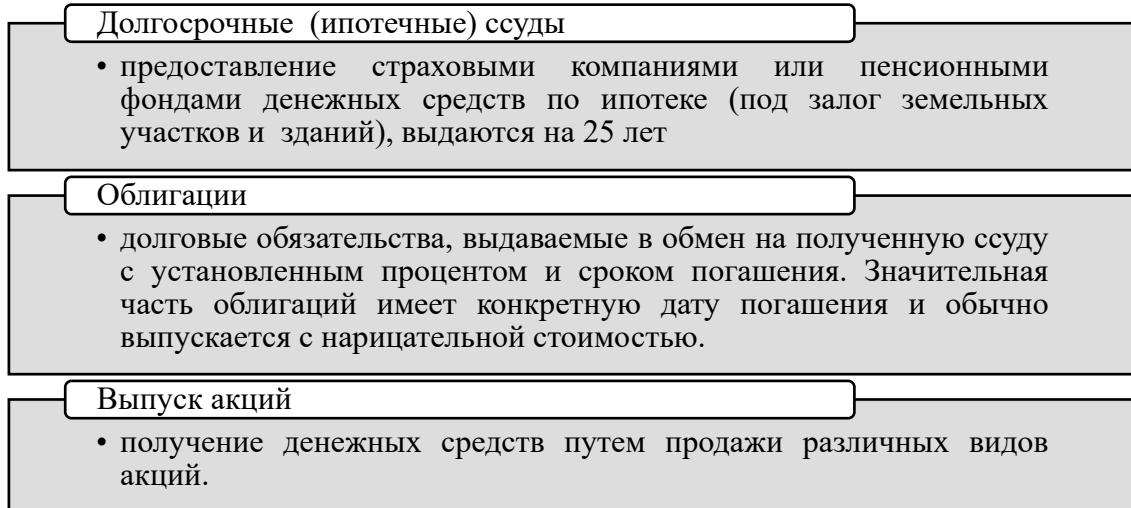
*\*составлено авторами*

Среднесрочные финансовые средства привлекаются на срок от 2 до 5 лет и используются на научно-исследовательские работы, аренду или приобретение машин и оборудования.

Формы привлечения долгосрочных финансовых средств на срок более 5 лет приведены на рисунке 5. Используются они для долгосрочных инвестиций, покупки земельных участков и недвижимости.

Следует отметить, что классификация источников финансирования является важной составляющей правильной и эффективной организации системы финансового обеспечения деятельности компании. Более подробная классификация источников финансирования для публичной компании в трактовке С.Г. Макаровой представлена на рисунке 6.

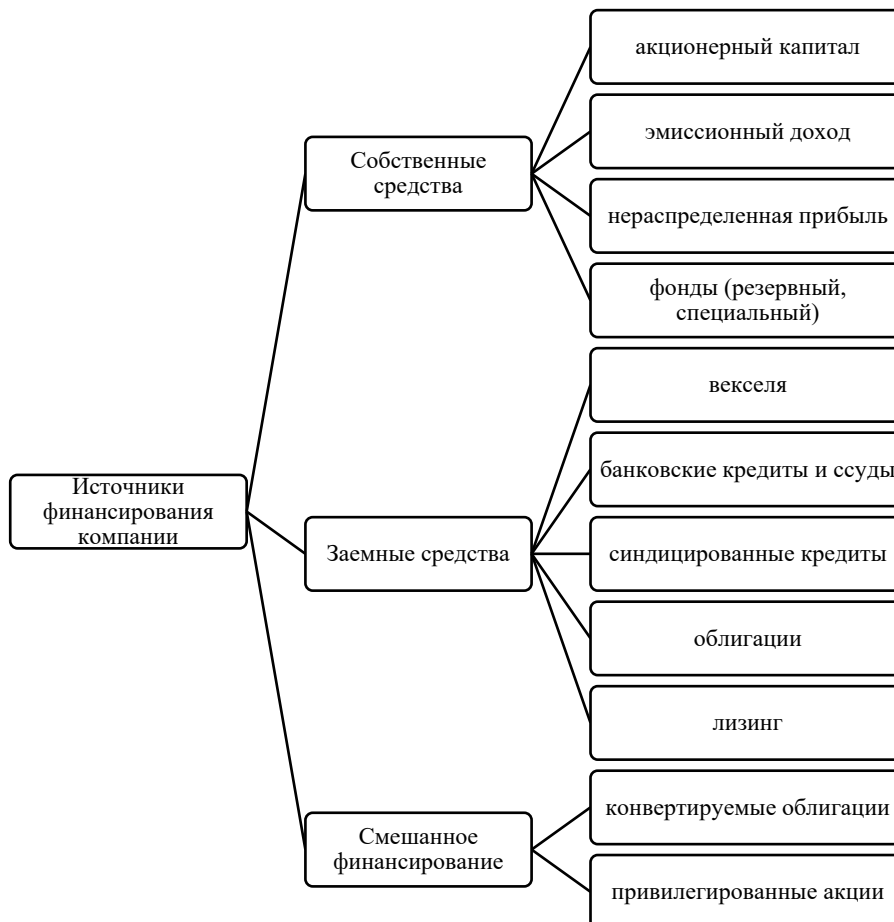
Капитал является базовым понятием экономики, поскольку он закладывает фундамент создания любого бизнеса и служит основой и драйвером его развития.



**Рис. 5. Формы долгосрочного финансирования\***

\*составлено авторами

При этом общепризнанной трактовки термина «капитал» не принято. У.М. Абдылдаева считает, что «на основе изучения генезиса теорий капитала можно охарактеризовать капитал как носителя факторов риска и ликвидности, что обуславливает необходимость управления им» [3].

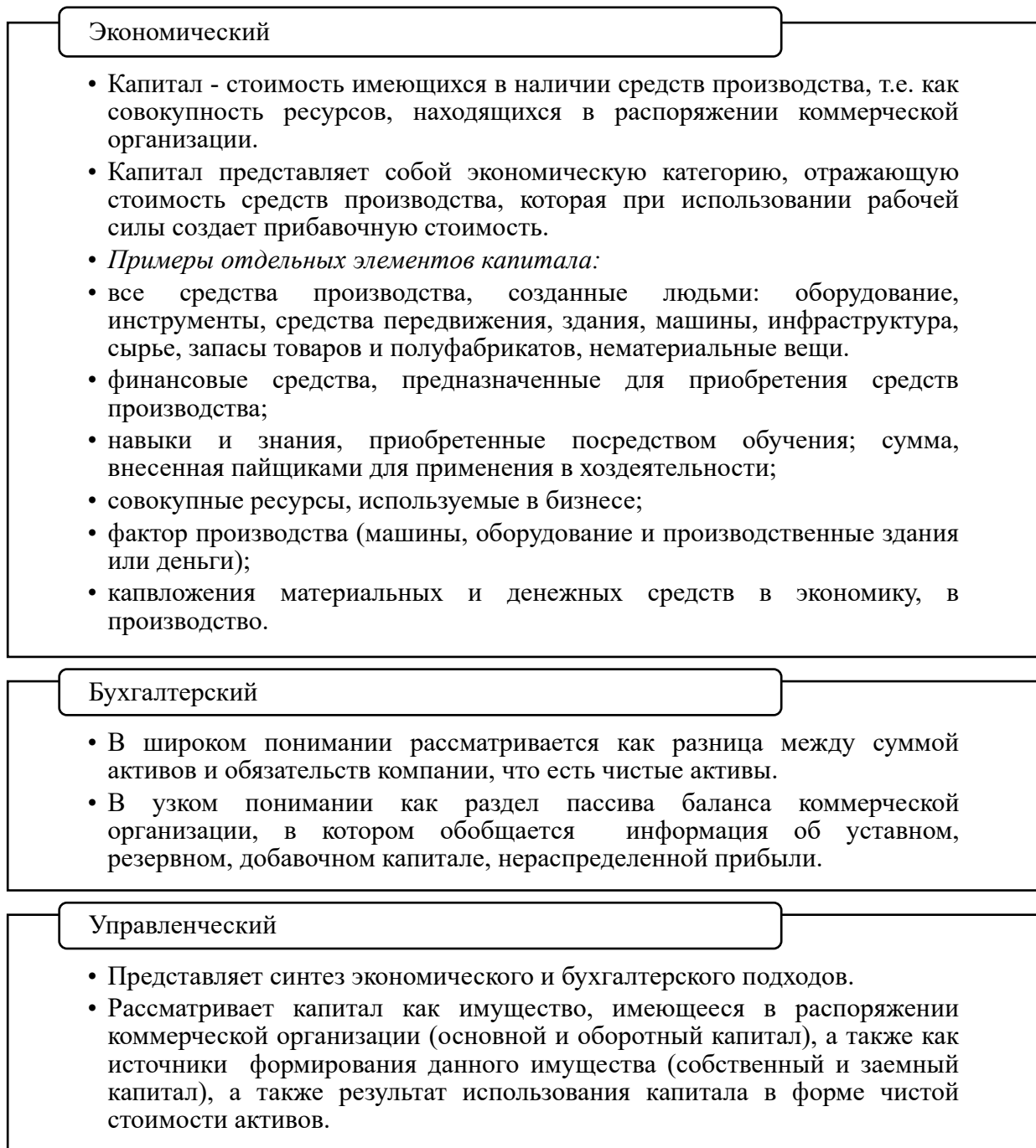


**Рис. 6. Классификация источников финансирования компании\***

\*составлено авторами данным [2]

С бухгалтерской точки зрения понятие «капитал» статично и трактуется как сумма основного и оборотного или собственного и заемного капитала компании. Но если мы рассматриваем капитал как динамичный объект управления, то при принятии управленческих решений в процессе формирования, использования и воспроизводства капитала необходимо использовать управленческий подход.

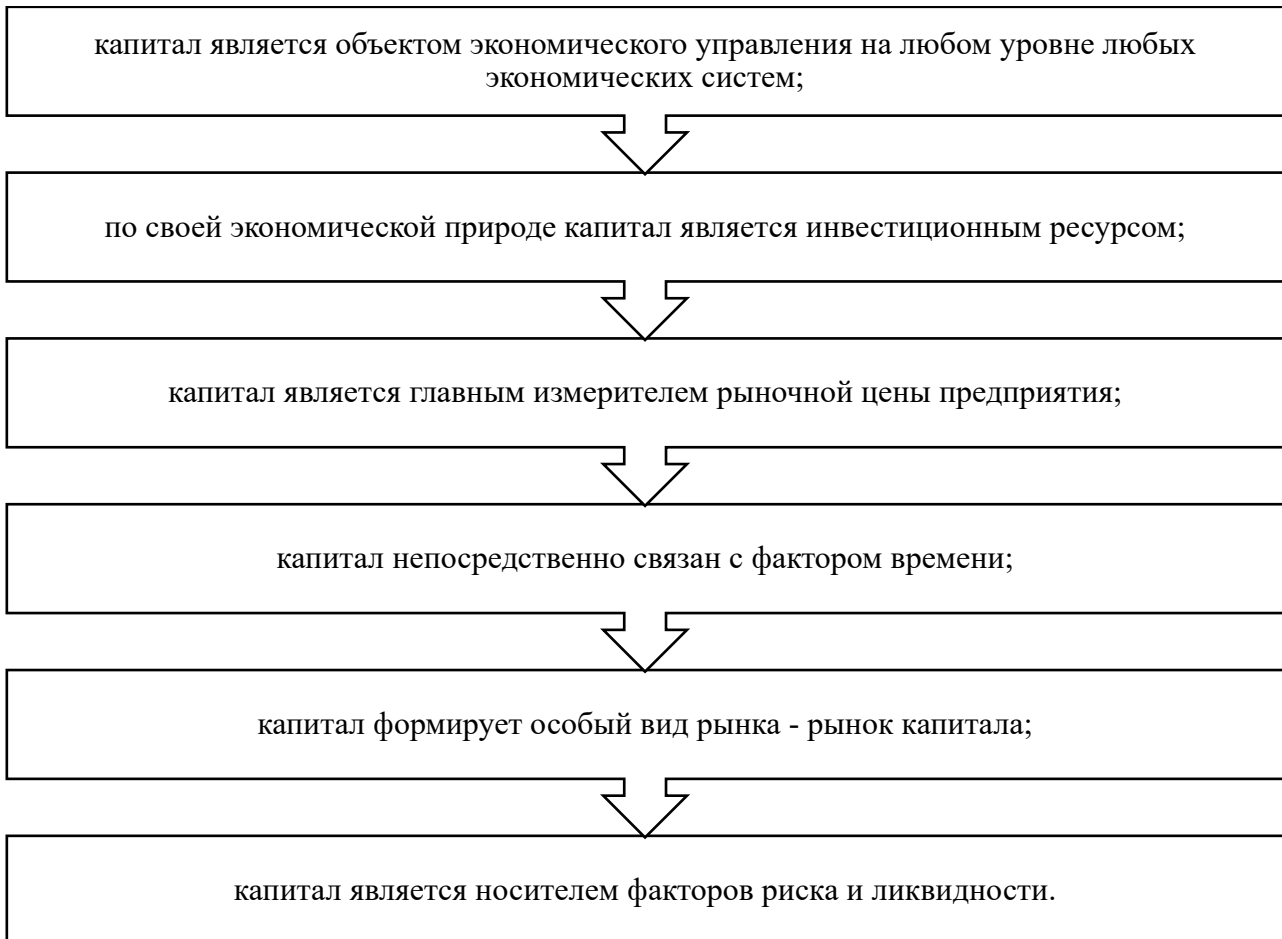
На рисунке 7 представлены основные подходы к понятию «капитал» и их отличительные особенности.



**Рис. 7. Основные отечественные подходы к трактовке понятия «капитал»\***

\*составлено авторами данным [6]

Для более глубокого анализа сущности понятия «капитал» рассмотрим его основные характеристики, «изучение которых позволит более подробно проанализировать данную категорию. Мы уже указывали, что основной характеристикой капитала является его основополагающая роль для формирования и развития любого бизнеса, для получения капитального дохода» [4]. Для более полного раскрытия природы капитала на рисунке 8 представлены остальные основные его характеристики.



**Рис. 8. Основные характеристики категории «капитал»\***

*\*составлено авторами*

Рассмотрим более подробно различные подходы и к определению структуры капитала. «В общем виде, под структурой капитала обычно понимается соотношение собственного и заемного капитала корпорации, которое соответствует ее долгосрочной стратегии развития» [5].

Различные подходы к понятию «структура капитала» обусловлены как разными трактовками самого понятия капитала, так и вопросами необходимости привлечения заемных средств, их состава, влияния на капитализацию компании и оптимального соотношения с собственными средствами. На рисунке 9 приведены основные альтернативные подходы к понятию «структура капитала».

*Финансы, учет и анализ деятельности хозяйствующих субъектов*



Е.М. Майбурд

- форма или составляющая капитализации, которая относится к виду и пропорциям ценных бумаг, используемых для увеличения долгосрочных финансовых ресурсов

Ченг Ф. Ли и Джозеф И. Финнерти

- набор ценных бумаг, с помощью которых организация может финансировать свою деятельность

Зви Боди и Роберт К. Мертон

- вопрос использования облигаций, акций и других финансовых инструментов, средства от выпуска которых необходимы для роста капитала организаций

Д.С. Ван Хорн и Д.М. Вахович

- комплекс (или структуру) постоянного долгосрочного финансирования организации, представленный облигациями, привилегированными и обыкновенными акциями

### **Рис. 9. Подходы к понятию «структура капитала»\***

*\*составлено авторами [6]*

Обобщив все эти подходы к понятию «структура капитала», можно определить, что она представляет собой совокупность различных ценных бумаг, которые выпущены компанией и формируют ее капитализацию.

В своих работах И.Я. Лукасевич, Е.Е. Румянцева, В.В. Ильин, А.П. Гаврилова, Е.С. Стоянова доказывают, что при анализе структуры капитала должны учитываться и краткосрочные заемные средства, что даст возможность:

- не только оценить эффективность использования капитала компании, но и всех ее активов;
- оптимально совместить методы анализа структуры капитала и положения концепции его стоимости;
- провести комплексный анализ капитала небольших компаний, имеющих преобладающую долю собственного капитала.

Рассмотрим основные зарубежные и отечественные теории и предлагаемые модели структуры капитала. Различные теории и модели структуры капитала, и их основные положения представлены на рисунке 10.

### Агентские модели структуры капитала

- Связаны с анализом взаимных влияний структуры капитала и агентских конфликтов из-за несовпадающих интересов менеджеров, акционеров, кредиторов. Конфликты приводят к агентским затратам, которые снижают эффекты от заемного финансирования.

### Компромиссная теория

- Учитывает расходы, связанные с финансовыми затруднениями компании и вероятностью банкротства, возникающими по причине наличия заемных средств.

### Теория приспособления к рынку

- Учитывает динамику рыночных цен при определении и коррекции соотношения собственных и заемных средств. При этом значимой составляющей является эмиссия и выкуп акций. На основе тщательного анализа рынка и выбора наиболее оптимального момента для привлечения акционерного капитала.

### Сигнальная теория

- Основана на учете асимметрии информации на рынках, которая распределена неравномерно, что сказывается на осведомленности участников во время принятия решений. Теория исходит из того, что менеджмент имеет достоверную информацию о делах компании, поэтому может подавать определенные сигналы о перспективах фирмы. Сигналы подаются и посредством определения структуры капитала компании, которая выступает инструментом передачи информации инвесторам

### Теория структуры капитала Брусова - Филатовой – Ореховой

- Учитывает возраст компании, а также срок жизни компании с учетом возможности поглощений. Это очень существенное отличие данной теории, что делает ее наиболее приближенной к реальной экономике.

## **Рис. 10. Теории структуры капитала\***

*\*составлено авторами*

Самая первая традиционная теория структуры капитала предполагает, что за счет учета стоимостей составных частей капитала можно добиться оптимальной его структуры. При этом стоимость заемных средств считается ниже стоимости собственных средств компании.

Наибольший вклад в развитие традиционной теории внес Д. Дюран. Он считал, что для снижения затрат на капитал компания должна значительно увеличивать долю заемных средств, формируя такую оптимальную структуру капитала, которая вела бы к максимальной капитализации компании.

На смену традиционной теории пришла теория Ф. Модильяни и М. Миллера. И все же первая предложенная ими модель не учитывала налогообложение. Ф. Модильяни и М. Миллер считали, что структура капитала не влияет на ее капитализацию. Если компания имеет заемные средства, то

**Финансы, учет и анализ деятельности хозяйствующих субъектов**

средневзвешенная стоимость ее капитала равна стоимости ее собственных средств, а доходность акций будет зависеть от соотношения собственных и заемных средств в структуре ее капитала. Главными минусами этой модели являются допущение о совершенстве рынков и отсутствие учета налогов.

Совершенствуя свою теорию, Ф. Модильяни и М.Миллер добавили в нее налоги на прибыль компании. По их теории получалось, что компания будет иметь максимальную стоимость, если ее капитал будет полностью состоять из заемных средств, поскольку проценты, выплачиваемые за их использование, снижают налогооблагаемую базу. В условиях реального рынка такая модель неприменима, но она создала базу для дальнейшей проработки вопроса.

И.Поступинский в своем исследовании развития теорий и моделей формирования оптимальной структуры отмечал, что «по мере изучения вопросов о формировании рациональной структуры капитала экономисты отходят от формализованных моделей к более индивидуальным подходам, которые учитывают не только различные несовершенства рынка, но и особенности вида экономической деятельности, операционной деятельности компании, корпоративного управления» [7].

### **Заключение**

Таким образом, на структуру капитала оказывает влияние большое количество разнообразных факторов, в том числе не последнюю роль играют и особенности экономической, политической, правовой ситуации в стране. В этом свете интересны данные и результаты исследования, которые приводит коллектив авторов под руководством Н.И. Берзона (таблица 1).

**Таблица 1. Усредненная структура капитала компаний в различных странах\***

Страна	Долгосрочный долг / Собственный капитал	Долгосрочный и краткосрочный долг / Собственный капитал
1	2	3
Франция	49	74
Германия	35	72
Япония	54	70
Италия	51	62
США	38	60
Польша	40	60
Канада	40	58
Чехия	22	58
Словакия	28	55
Венгрия	5	54
Великобритания	29	53
Болгария	9	51
Россия	15	32

\*составлено автором на основе данных [10]

На основе приведенных данных можно сделать вывод о существенных отличиях по доле долгосрочных заемных средств и по доле заемных средств в

целом в структуре капитала компаний разных стран. При этом можно сделать отметить не только варианты «активного использования» и «умеренного использования» заемных средств», но и различную ориентацию на долгосрочные и краткосрочные заемные средства.

Среди представленных в таблице стран именно России свойственна самая низкая доля заемного капитала в структуре капитала. Этому есть несколько причин, в том числе и институционального характера, рассмотренных ранее в ряде публикаций [8, 9]. Речь идет и о другой целевой установке при формировании структуры капитала: «соответственно, если для западных исследователей основным вопросом, связанным с формированием оптимальной структуры капитала, был вопрос максимизации стоимости компании, в нашем случае. На первый план выходят проблематика обеспечения устойчивости компании при максимальной доходности ее капитала, что, во многом, объясняется институциональными характеристиками современной экономики России» [8].

Обобщая, отметим, что среди основных факторов, которые могут обуславливать обозначенное выше различие в использовании заемных средств, следует выделить:

- особенности институциональной среды;
- степень развития национального финансового рынка;
- характеристики налоговой системы государства;
- наиболее распространенную организационно-правовую форму фирм;
- устоявшиеся модели поведения собственников и ментальность.

### **Список использованных источников:**

1. Брусов П.Б., Филатова Т.В. Финансовый менеджмент. Финансовое планирование. — URL: <https://www.spbdk.ru/upload/iblock/8c0/8c0a565456b694c2df84a4d2b39d35ec.pdf> (дата обращения 05.05.2024). — Текст: электронный.

2. Макарова С.Г. Особенности формирования структуры капитала компаний в различных отраслях российской экономики / С.Г. Макарова, Е.Н.Великороссова // Аудит и финансовый анализ. 2014. № 2. С. 425-438.

3. Абдылдаева У.М. Анализ теорий структуры капитала и их применимость в условиях рыночной экономики // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. 2018. Т. 11, № 3. С. 108—118. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-teoriy-struktury-kapitala-i-ih-primenimost-v-usloviyah-rynochnoy-ekonomiki> (дата обращения 05.03.2024). — Текст: электронный.

4. Бакулин О.В., Иода Ю.В., Макаров И.Н., Широкова О.В. Корпоративные финансы в условиях глобальной нестабильности: новые стратегии // Креативная экономика. – 2022. – Том 16. – № 2. – С. 665-678.

5. Структура капитала корпорации: теория и практика: Монография. Под ред. к.э.н., доц. Никитушкиной И.В., к.э.н., доц. Макаровой С.Г. М.: Экономический ф-т МГУ, 2013. 125 с.

6. Шарикова О.В. Особенности формирования структуры капитала российских организаций: диссертация ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Шарикова О.В. М., 2013. 201 с.

7. Поступинский И.А. Формирование эффективной политики заимствования металлургических компаний: диссертация ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Поступинский И.А. М., 2016. С. 24.

8. Макаров И.Н., Солодовник Ю.А., Спесивцев В.А., Назаренко В.С. Финансовый менеджмент цифровой эпохи: формирование целевой структуры капитала в контексте необходимости финансового обеспечения экономической безопасности отечественного производства // Креативная экономика. – 2021. – Том 15. – № 8. – С. 3127-3142.

9. Макаров И.Н., Коренько Е.А., Назаренко В.С., Черникова Ю.А., Володина А.И. Финансовая безопасность и структура капитала непубличных компаний в условиях отечественной экономики // Креативная экономика. – 2024. – Том 18. – № 3. – С. 575-592.

10. Берзон, Н. И. Корпоративные финансы: учебное пособие для вузов / Н. И. Берзон, Т. В. Теплова, Т. И. Григорьева; под общей редакцией Н. И. Берзона. — 2-е изд., перераб. и доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2024. — 229 с.

#### Сведения об авторах / Information about the author:

**Назаренко Владислав Сергеевич** – старший преподаватель кафедры «Экономика и финансы» Липецкого филиала ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ». E-mail: vs\_nazarenko@mail.ru / **Nazarenko Vladislav Sergeevich** – Senior Lecturer of the Department of «Economics and Finance» of the Lipetsk branch of Financial University under the Government of the Russian Federation, e-mail: vs\_nazarenko@mail.ru

SPIN РИНЦ 4860-6530

ORCID 0000-0002-0961-0759

**Матыцин Владимир Владимирович** – магистрант Липецкого филиала ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ». E-mail: excellennzz@gmail.com / **Matytsin Vladimir Vladimirovich** – undergraduate student of the Lipetsk branch of Financial University under the Government of the Russian Federation, e-mail: excellennzz@gmail.com

#### Сведения о вкладе каждого автора / Information about the contribution of each author

**Назаренко В.С.** – научное руководство, формулирование основных направлений исследования, разработка теоретических предпосылок, анализ и дополнение текста статьи, формирование общих выводов.

**Матыцин В.В.** – подготовка начального варианта статьи, литературный анализ, проведение исследования.

*Nazarenko V.S.* – scientific guidance, formulation of the main directions of research, development of theoretical prerequisites, analysis and addition of the text of the article, formation of general conclusions.

*Matytsin V.V.* – preparation of the initial version of the article, literary analysis, research.

Дата поступления статьи: 15.08.2024

Принято решение о публикации: 10.09.2024

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.