

## **ВОПРОСЫ ТЕОРИИ И ПРАКТИКИ ФИНАНСОВ И КРЕДИТА**

УДК 336.647/.648

### **НАПРАВЛЕНИЯ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ**

**Н.Л. Данилова<sup>1</sup>, Т.А. Леванова<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>Чебоксарский кооперативный институт (филиал)  
Российского университета кооперации, г. Чебоксары

<sup>2</sup>Чувашская государственная сельскохозяйственная академия, г. Чебоксары

Цель статьи – рассмотреть вопросы оптимизации структуры капитала, имеющие решающее значение в управлении финансовой устойчивостью экономических субъектов. Несмотря на множество концепций структуры капитала, существующих в теории финансового менеджмента и формирующих достаточно обширный методический инструментарий оптимизации этого показателя, на практике каждая коммерческая организация решает вопросы формирования структуры капитала исходя из поставленных текущих и стратегических целей, вида деятельности, стратегии развития, опыта и знаний менеджеров, сложившейся платежеспособности и финансовой устойчивости. Рассмотрены традиционные и альтернативные подходы к формированию структуры капитала предприятий. Элементами научной новизны являются выявление особенностей и анализ преимуществ и недостатков использования собственного и заемного капитала, а также акцентирование внимания на принципах построения оптимальной структуры капитала.

**Ключевые слова:** *структура капитала, теории капитала, цена капитала, собственный капитал, заемный капитал.*

Современные условия хозяйствования экономических субъектов детерминируются определяющей ролью их капитала в эффективном функционировании и достижении намеченного результата. Понятие капитала связано со всеми сферами финансового менеджмента: формированием финансовых ресурсов, их оптимальным распределением с учетом целей развития и видов деятельности, обеспечением финансовой независимости (устойчивости) предприятий. В связи с этим как ученые, так и специалисты-практики не одно десятилетие уделяют особое внимание решению проблемы оптимизации структуры капитала для обеспечения финансовой устойчивости и рентабельности предприятия. Теоретико-прикладные вопросы управления финансовыми ресурсами организации рассматривались в работах Н.Н. Бондиной [1, с. 115–122], И.Д. Аникиной, А.В. Гуковой, Е.Н. Юдиной [3, с. 156–160], Н.Э. Бабичевой, Д.А. Ендовицкого, Н.П. Любушина [5, с. 1298–1309], М. Дженсена, У. Меклинга [6, с. 305–360], А.Н. Еврасовой, И.А. Киршина, А.Э. Садыковой, И.И. Сибгатовой [7, с. 112–123], А.А. Лазутиной [8, с. 51–53], М. Миллера, Ф. Модильяни [9, с. 261–297], С. Майерса [10, с. 575–592], Л.С. Гринкевич, О.С. Немыкиной [11, с. 263–266] и др.

Однако оценка степени разработанности проблем управления капиталом позволяет отметить, что имеется ряд нерешенных вопросов,

которые остаются таковыми, несмотря на широкое освещение в научной литературе. В частности, это касается методов оценки оптимизации структуры капитала.

Методологической базой исследования послужили общенаучные методы познания, предполагающие изучение экономических закономерностей и явлений в развитии и взаимосвязи: анализ, синтез, дедукция и индукция, аналитические сравнения, наблюдение.

В генезисе теорий структуры капитала существует несколько признанных научным сообществом теоретических концепций: традиционная концепция, концепция индифферентности, компромиссная концепция, концепция противоречия интересов. Эти теории формируют достаточно обширный методический инструментарий оптимизации структуры капитала экономического субъекта. Несмотря на имеющиеся особенности условий функционирования экономических субъектов, можно выделить следующие общие принципы построения оптимальной структуры их капитала:

1) структура капитала должна строиться с учетом теоретических и практических исследований в данной области;

2) структура капитала должна быть адекватной реально сложившимся потребностям и условиям деятельности организации, как внешним, так и внутренним;

3) построение оптимальной структуры капитала предполагает комплексный подход к ее оценке с позиций устойчивости, доходности и риска.

Создание необходимых объемов финансовых ресурсов зависит от внутренних и внешних факторов. При этом акцент в системе финансового менеджмента делается на группу внутренних факторов, призванных повысить финансовую устойчивость и платежеспособность организации, стоимость бизнеса в целом [2, с. 395]. Прежде всего, в управлении нуждаются доходы от операционной деятельности, взаимоотношения с контрагентами по всем направлениям деятельности, финансовое состояние в целом. Однако даже при высоком уровне кредитоспособности и инвестиционной привлекательности организация может столкнуться с недостаточностью финансовых ресурсов из-за нестабильности на финансовых рынках, различных экономических санкций, что сокращает возможности самих потенциальных инвесторов и финансовых институтов.

Среди источников финансовых ресурсов принято выделять собственные и заемные. Следует отметить, что так называемые собственные источники можно рассматривать с двух точек зрения – как заработанные в результате финансово-хозяйственной деятельности юридического лица и как поступления от собственников (в уставный капитал) и иных лиц (безвозмездные и целевые поступления).

В числе собственных источников, зарабатываемых организацией в результате своей деятельности можно на первое место поставить накопленную прибыль и амортизацию. Остальные источники данной группы могут у организаций отсутствовать не в силу неэффективной деятельности, а вследствие отсутствия связанных с их получением операций (отсутствием продажи нематериальных активов, основных средств, и, соответственно, реинвестирования полученной выручки, отсутствием долгосрочных финансовых вложений, срок погашения которых наступает в отчетном году,

отсутствием страховых случаев, и, соответственно, страховых возмещений, и т.п.). Накопленная амортизация предназначена, преимущественно, для финансирования простого воспроизводства основных средств и нематериальных активов, тогда как прибыль – источник финансирования расширенного воспроизводства всего капитала.

Следует отметить, что использование источников капитала может отличаться по структуре вследствие различия приоритетов управления на стадии создания организации и в ходе ее финансово-хозяйственной деятельности. Так, использование тех или иных источников финансирования при создании предприятия обусловлено ограниченностью их выбора и стремлением создать базу для устойчивого развития. Например, уставный капитал (характеризуемый наименьшим риском) должен быть направлен на формирование долгосрочных (внеоборотных) активов. При наличии долгосрочных заемных средств их можно использовать на пополнение внеоборотных активов с учетом сроков погашения заемных средств и эксплуатации активов. Все краткосрочные источники финансирования должны быть вложены в оборотные активы (преимущественно, в абсолютно и быстроликвидные активы). Для действующего предприятия также не исключается возможность увеличения уставного капитала. Это может произойти как в результате дополнительных взносов учредителей, так и в результате перепродажи акций, выкупленных у акционеров (эмиссионного дохода).

В процессе осуществления деятельности у организации появляется еще один источник собственных финансовых ресурсов, отсутствующий при ее создании. Речь идет о накопленной (нераспределенной) прибыли. Имеется в виду часть ежегодной чистой прибыли, не использованная на потребление и выплаты собственникам, а реинвестированная в развитие бизнеса. Чистая прибыль может стать источником финансирования не только внеоборотных, но и оборотных активов, что является условием обеспечения финансовой устойчивости организации [4, с. 50].

Преимущество собственных источников финансирования заключается в том, что при их превалировании организация может чувствовать себя спокойно в вопросах обеспечения финансовой независимости, устойчивости, платежеспособности, так как минимизация обязательств позволяет вовремя рассчитываться по ним. Все потери, в случае их возникновения, понесут собственники хозяйствующего субъекта, поэтому такие организации могут быть привлекательными для кредиторов. Однако использование преимущественно собственного капитала приводит к ограничениям темпов роста этого капитала и имущества в целом, так как отсутствуют возможности серьезного расширения объемов деятельности, увеличения долгосрочных инвестиций, рынков сбыта. Это вытекает из того, что собственные источники капитала имеют более ограниченный характер как в вопросах доступности, так и по объемам. Прирост собственного капитала обеспечивается приростом нераспределенной прибыли, которая, в свою очередь, зависит от объемов продаж. В свою очередь, привлечение новых собственников и увеличение тем самым уставного капитала далеко не всегда является возможным или рациональным вследствие дополнительно возникающих расходов.

В связи с этим, при всей приоритетности собственного капитала, для успешного развития организации необходимы также заемные источники. Заемный капитал позволяет организации формировать дополнительные запасы для расширения производства, осуществлять разовые крупные долгосрочные инвестиции как в целях увеличения производственной базы, так и в целях получения дополнительного дохода от финансовых вложений, вкладываться в расширение рынков сбыта сразу при появлении такой возможности, иначе в конкурентной среде такая возможность может быть безвозвратно утрачена. Недостатками привлечения заемного капитала считаются их безусловная платность, ограничение сроков использования, повышение уровня финансовой зависимости от кредиторов, снижение уровня платежеспособности. Однако эти недостатки могут быть минимизированы при организации эффективного управления заемным капиталом.

С точки зрения финансового менеджмента считается необходимым обеспечивать соответствие сроков привлечения источника финансирования и срока использования актива, в который этот источник вложен. Однако на практике далеко не всегда получается соблюдать строгое соответствие данных показателей, соответственно, разные источники направляются на создание любых необходимых ресурсов. То есть долгосрочные источники могут быть направлены на финансирование текущей деятельности, если на данный момент отсутствует потребность в инвестиционных активах, но имеется возможность в привлечении заемного источника на длительный срок. В короткие промежутки времени краткосрочные заемные источники могут профинансировать долгосрочные вложения, однако по истечении срока пользования таким источником он должен быть немедленно заменен долгосрочным. Поэтому в целях сохранения платежеспособности использование краткосрочных источников для финансирования долгосрочных активов не рекомендуется.

Каждый хозяйствующий субъект при выборе источников финансовых ресурсов самостоятельно решает вопрос об их составе, объеме и структуре. На эти показатели оказывают влияние не только потребности организации, но и наличие выбора этих источников. Изучив все возможные варианты, необходимо остановиться на тех из них, которые позволят реализовать выбранную стратегию развития наиболее эффективно. Следовательно, источник финансовых ресурсов должен быть доступным не только по организационным параметрам его получения, но и по стоимости привлечения. В конечном счете, минимизация стоимости капитала и является целью его оптимизации.

Таким образом, стоимость капитала, цена каждого отдельного источника являются критерием для решения вопросов по структурированию источников финансовых ресурсов. Однако следует иметь в виду, что существующие теории капитала (Модильяни-Миллера, компромиссные модели, сигнальная модель структуры капитала, модели стейк-холдеров, теория манипулирования структурой капитала, поведенческие теории и др.) описывают только принципы выбора структуры капитала, факторы, влияющие на нее, но не дают конкретных рекомендаций для хозяйствующего субъекта. На практике при выборе источников капитала финансовые менеджеры учитывают множество факторов, как финансового, так и нефинансового

характера, среди которых кредитный рейтинг, процентные ставки, стабильность денежных потоков, благоприятное впечатление на инвесторов, но при этом формализованные методики используются слабо.

Между тем, классические методы оценки оптимальности структуры капитала не учитывают такой фактор, как доступность источника финансирования и его надежность. В экономической литературе совсем немного научных исследований, в которых изучаются вопросы доступности и надежности источников финансовых ресурсов. Среди них можно отметить работы О.С. Немыкиной, Л.С. Гринкевич [11, с. 263–266] и И.Д. Аникиной, А.В. Гуковой, Е.Н. Юдиной [3, с. 156–160].

Наиболее доступным и в условиях экономической нестабильности наименее рисковым является самофинансирование. Однако оно предполагает высокую доходность, оборачиваемость, использование прибыли исключительно на капитализацию, что в конкурентной среде обеспечить бывает сложно. Особенные трудности в развитии бизнеса только за счет собственных источников финансирования испытывают предприятия производственной сферы. Считается, что альтернативой собственным источникам может быть льготное финансирование, целевое финансирование, лизинг. Однако такие методы не всегда доступны, особенно субъектам малого предпринимательства.

С точки зрения эффективности финансово-хозяйственной деятельности организации выгодно привлекать больше заемных источников. Однако при этом следует учитывать их платный характер. Здесь возникает вопрос о том, когда и на каких условиях организация может позволить себе привлечение заемного капитала. Необходимо учитывать тот факт, что расходы по обслуживанию долга и доступность источника заемного капитала часто находятся в обратной зависимости. Наиболее доступны для привлечения, как правило, наиболее дорогие источники финансирования. По ним у предприятия возникнут максимальные риски финансовой несостоятельности, обусловленные риском неуплаты вовремя обязательств как по основному долгу, так и по процентам. Источники заемного капитала с более низкими процентами и иными расходами, как правило, имеют меньшую доступность, требуют от предприятия соответствия критериям платежеспособности и финансовой устойчивости, установленным займодавцами и кредитными учреждениями.

Организация, испытывающая потребность в заемном капитале, может оказывать крайне слабое влияние на доступность источника финансирования. Это можно сделать, только регулируя факторы, повышающие кредитоспособность организации в глазах кредиторов и инвесторов. Среди таких факторов можно выделить репутацию, кредитную историю, ликвидность активов и финансовую устойчивость хозяйствующего субъекта.

Кроме доступности необходимо рассматривать показатели надежности канала финансирования. Здесь следует обратить внимание не только на выполнение обязательств по предоставлению средств, но и на возможность гибкого изменения объемов финансирования при такой необходимости.

Теорию структуры капитала, учитывающую факторы доступности и надежности, считают альтернативной. По сути, она объединяет классические теории структуры капитала на основе его стоимости и модели жизненного цикла организации. Однако даже эта модель не является идеальной, так как не

учитывает особенности конкретной организации, масштабы ее деятельности, уровень налогообложения, территориальную принадлежность, особенности функционирования малых предприятий и макроэкономические показатели.

Таким образом, в настоящее время отсутствует единое мнение по поводу оптимальной структуры капитала для любых субъектов хозяйствования. Финансовый менеджмент направлен на поиск оптимальной структуры капитала в соответствии с доходностью использования финансовых ресурсов и стоимостью источников их финансирования. При этом стоимость капитала является важным, но не единственным критерием, определяющим возможность его привлечения и дальнейшее использование. Наряду с ним, необходимо учитывать также доступность и надежность того или иного источника. Каждая организация должна определиться в этом вопросе в соответствии со своими потребностями и перспективами развития. В любом случае необходимо находить компромисс между желанием повысить объемы деятельности и прибыль за счет дополнительных заемных средств и сохранением безопасного уровня финансовой устойчивости.

Путем обобщения существующих подходов к управлению структурой капитала можно определить следующие критерии оптимизации источников финансирования экономических субъектов:

– коэффициент автономии. Данный показатель становится особенно важным для малого бизнеса, так как они стремятся осуществлять свою деятельность на условиях самофинансирования, опасаясь утратить финансовую устойчивость в конкурентной среде;

– рентабельность основной деятельности и капитала (общего, собственного), так как именно прибыль обеспечивает условия самофинансирования и является целью коммерческой деятельности;

– стоимость капитала (средневзвешенная и по каждому источнику), так как многие предприятия не могут позволить себе дорогие источники, а именно, стоимость которых превышает рентабельность их использования.

Эти критерии оптимизации структуры капитала способствуют дальнейшим исследованиям в области разработки теоретических и практических подходов к выбору источников финансирования.

### **Список литературы**

1. Бондина Н.Н. Обеспечение оптимальной структуры источников формирования финансовых ресурсов // *Нива Поволжья*. 2014. № 1 (30). С. 115–122.
2. Валерианов А.А., Дмитриева А.Г., Корнилова Л.М., Леванова Т.А. Финансовая устойчивость хозяйствующего субъекта в системе воздействия внутренних и внешних факторов // *Финансы России в условиях глобализации: материалы III Международной научно-практической конференции, приуроченной ко «Дню финансиста – 2018»*. 2018. С. 393–398.
3. Гукова А.В., Аникина И.Д., Юдина Е.Н. Доступность и надежность источников финансирования компаний: методические аспекты измерения. // *Фундаментальные исследования*. 2015. № 7-1. С. 156–160.
4. Данилова Н.Л. Роль бухгалтерской отчетности в формировании аналитической информации // *Экономика и управление: теория, практика, инновации: сборник материалов международной заочной научно-практической конференции*,

- посвященной памяти заслуженного работника образования Чувашской Республики, доктора экономических наук, профессора Е.А. Еленевской. 2014. С. 49–53.
5. Ендовицкий Д.А., Бабичева Н.Э., Любушин Н.П. Использование ресурсоориентированного подхода в оценке системной сбалансированности экономики // *Экономический анализ: теория и практика*. 2018. Т. 17. № 12 (483). С. 1298–1309.
  6. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 4. pp. 305–360.
  7. Киршин И.А., Сибгатова И.И., Еврасова А.Н., Садыкова А.Э. Методические основы оптимизации структуры капитала фирмы в теориях структуры капитала // *Экономика: вчера, сегодня, завтра*. 2017. Т. 7. № 5А. С. 112–123.
  8. Лазутина А.А. Внешние факторы, влияющие на структуру капитала компании // *Международный научно-исследовательский журнал*. 2015. № 1-2. С. 51–53.
  9. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *American Economic Review*. 1958. Vol. 48, No. 3 (Jun.), pp. 261–297.
  10. Myers Stewart C. The Capital Structure Puzzle // *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, 1983, December 28-30, pp. 575–592.
  11. Немыкина О.С., Гринкевич Л.С. Методика выбора источников финансирования деятельности компаний на основе критериев доступности и эффективности // *Бизнес в законе*. 2011. № 1. С. 263–266.

## **DIRECTIONS OF OPTIMIZING THE CAPITAL STRUCTURE OF ECONOMIC ENTITIES**

**N.L. Danilova<sup>1</sup>, T.A. Levanova<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> Cheboksary Cooperative Institute (branch) of the Russian University of Cooperation,  
Cheboksary

<sup>2</sup> Chuvash State agricultural academy, Cheboksary

The article is devoted to the issues of optimization of the capital structure, which are crucial in the management of the financial sustainability of economic entities. Despite the many theories of capital structure existing in the theory of financial management and forming a fairly extensive methodological tools to optimize this indicator, in practice each commercial organization decides on the structure of capital based on current and strategic goals, type of activity, development strategy, experience and knowledge of managers, current solvency and financial stability. The article discusses the main factors and criteria for optimizing the capital structure of the enterprise. The authors describe the features, advantages and disadvantages of using own and borrowed capital, consider traditional and alternative approaches to the formation of the capital structure of enterprises, highlight the principles of constructing the optimal capital structure.

**Keywords:** *capital structure, capital theory, price of capital, equity, debt capital.*

*Об авторах:*

ДАНИЛОВА Надежда Леонидовна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры бухгалтерского учета Чебоксарского кооперативного института (филиала) Российского университета кооперации, email: yadannad@yandex.ru.

ЛЕВАНОВА Татьяна Анатольевна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов и кредита ФГБОУ ВО «Чувашская государственная сельскохозяйственная академия», email: nta781@mail.ru

*About the authors:*

DANILOVA Nadezda Leonidovna – candidate of economic Sciences, associate Professor, associate Professor Department of accounting Cheboksary Cooperative Institute (branch) of the Russian University of Cooperation, e-mail: yadannad@yandex.ru.

LEVANOVA Tat'yana Anatol'evna – candidate of economic Sciences, associate Professor, associate Professor Department of finance and the credit "The Chuvash state agricultural academy", e-mail: nta781@mail.ru.

## References

1. Bondina N.N. Obespecheniye optimal'noy struktury istochnikov formirovaniya finansovykh resursov // Niva Povolzh'ya. 2014. № 1 (30). S. 115–122.
2. Valerianov A.A., Dmitriyeva A.G., Kornilova L.M., Levanova T.A. Finansovaya ustoychivost' khozyaystvuyushchego sub'yekta v sisteme vozdeystviya vnutrennikh i vneshnikh faktorov // Finansy Rossii v usloviyakh globalizatsii: materialy III Mezhdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferentsii, priurochennoy ko «Dnyu finansista - 2018». 2018. S. 393–398.
3. Gukova A.V., Anikina I.D., Yudina Ye.N. Dostupnost' i nadezhnost' istochnikov finansirovaniya kompaniy: metodicheskiye aspekty izmereniya. // Fundamental'nyye issledovaniya. 2015. № 7-1. S.156–160.
4. Danilova N.L. Rol' bukhgalterskoy otchetnosti v formirovanii analiticheskoy informatsii // Ekonomika i upravleniye: teoriya, praktika, innovatsii: sbornik materialov mezhdunarodnoy zaochnoy nauchno-prakticheskoy konferentsii, posvyashchennoy pamyati zasluzhennogo rabotnika obrazovaniya Chuvashskoy Respubliki, doktora ekonomicheskikh nauk, professora Ye.A. Yelenevskoy. 2014. S. 49–53.
5. Yendovitskiy D.A., Babicheva N.E., Lyubushin N.P. Ispol'zovaniye resursoorientirovannogo podkhoda v otsenke sistemnoy sbalansirovannosti ekonomiki // Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika. 2018. T. 17. № 12 (483). S. 1298–1309.
6. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownershi p Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. No. 4. pp. 305–360.
7. Kirshin I.A., Sibgatova I.I., Yevrasova A.N., Sadykova A.E. Metodicheskiye osnovy optimizatsii struktury kapitala firmy v teoriyakh struktury kapitala // Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra. 2017. T. 7. № 5A. S. 112–123.
8. Lazutina A.A. Vneshniye faktory, vliyayushchiye na strukturu kapitala kompanii // Mezhdunarodnyy nauchno-issledovatel'skiy zhurnal. 2015. № 1-2. S. 51–53.
9. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. Vol. 48, No. 3 (Jun.), pp. 261–297.
10. Myers Stewart C. The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance, Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, 1983, December 28-30, pp. 575–592.
11. Nemykina O.S., Grinkevich L.S. Metodika vybora istochnikov finansirovaniya deyatel'nosti kompanij na osnove kriteriev dostupnosti i effektivnosti // Biznes v zakone. 2011. № 1. S. 263–266.