ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

Экономико-статистические исследования

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ ВЛИЯНИЯ ВНУТРЕННИХ ФАКТОРОВ НА СТРУКТУРУ КАПИТАЛА КОМПАНИИ

Ирина Константиновна БИТКИНА

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и финансов, Волгоградский филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Волгоград, Российская Федерация
bitkinai@rambler.ru

История статьи:
Принята 08.07.2015
Одобрена 17.07.2015

УДК 336.647/.648

JEL: G3, D22, C12

Ключевые слова: капитал, компания, источники финансирования, структура, модель фирмы

Аннотация

Тема. В статье приведены результаты анализа влияния различных внутренних факторов, входящих в финансовую модель фирмы, на структуру капитала компании. Эта тема является ключевой в сфере корпоративных финансов, но при этом большая часть исследований основана на зарубежном эмпирическом материале, который не всегда применим для отечественной практики, что указывает на необходимость дополнительной научной проработки указанного направления.

Цели. Цель работы — на основании проведенного анализа влияния внутренних факторов финансовой модели компании обосновать степень их воздействия на структуру капитала компании. Эта цель предполагает решение комплекса задач, связанных с теоретическим обобщением существующих подходов к формированию структуры капитала, выделением внутренних факторов финансовой модели фирмы, постановкой научных гипотез относительно их влияния на структуру капитала компании, проведением эмпирического анализа для доказательства поставленных гипотез, выделением тенденций, связанных с формированием структуры капитала рассматриваемых в исследовании российских компаний.

Методология. В ходе проведения научного исследования использован метод научного обобщения и критического анализа, метод абстракции и постановки научных гипотез, сбора эмпирической информации, ее обобщения и обработки, статистического и корреляционно-регрессионного анализа для доказательства поставленных гипотез.

Результаты. В ходе проведения исследования получено, что наибольшее влияние на структуру капитала компании оказывают такие характеристики, как состав имущества фирмы, доля переменных затрат в общей структуре издержек, уровень финансовой устойчивости и платежеспособности фирмы, выбранный режим налогообложения, а также стадия жизненного цикла фирмы.

Значимость. Сделаны выводы о степени влияния внутренних факторов на структуру капитала компании. Полученные результаты могут быть использованы для дальнейшего развития отечественной науки в области корпоративных финансов, в практической деятельности российских организаций при выборе источников финансирования.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Общепризнано, что вопросы управления капиталом предприятия являются одним из базовых направлений финансового менеджмента [1, 2]. В рамках этого раздела рассматриваются вопросы структуры капитала, стоимости его различных элементов, а также выбора источников его формирования.

Несмотря на высокую практическую и теоретическую значимость указанных вопросов, существующие модели, описывающие процесс формирования оптимальной структуры капитала компании, не учитывают специфики предприятий (или делают это не в полной степени), отражающей их отраслевую принадлежность, структуру активов, динамику выпуска продукции, этап жизненного цикла функционирования предприятия и прочие существенные факторы.

Вопросы формирования структуры капитала в современной финансовой науке исследованы достаточно подробно.

Первоначальным системным исследованием, посвященным оценке эффективности структуры капитала компании, является классическая концепция, основанная на расчете показателя средневзвешенной стоимости капитала [3], авторами которой выступают Б. Грэхем, Д. Дод, Т. Доналдсон.

В рамках этой теории утверждается, что существует обратная связь между стоимостью фирмы и

Сравнительный анализ концепций структуры капитала компании

Концепция	Сильные стороны концепции	Слабые стороны концепции
Классическая теория	Высокий уровень формализации. Наличие объективного критерия оценки. Учитываются все элементы структуры капитала — как собственные, так и привлеченные	Не всегда возможно корректно рассчитать стоимость всех элементов структуры капитала. Показатель WACC оценивается исключительно во взаимосвязи со стоимостью компании и не учитываются другие значимые индикаторы эффективности ее деятельности
Теория Модильяни — Миллера	Рассматриваются различные группы фирм. Учитываются различные виды рисков при определении стоимости капитала	Рассматривается в рамках «идеального рынка». Не предполагает определения структуры капитала, оптимальной для данного хозяйствующего субъекта
Теория иерархии	Реализуется в рамках условий современного рынка капитала, отличного от «идеальной модели». Определены этапы и приоритеты привлечения финансовых ресурсов из различных источников (внутренних и внешних)	Отсутствует количественное обоснование приоритета различных источников финансирования
Концепция отслеживания рынка	Рассматривается влияние на компанию ситуации на финансовом рынке. Отрицается возможность единственно верной и оптимальной структуры капитала. Учитывается влияние организации-лидера на ситуацию на финансовом рынке	Подходит только для организаций, созданных в акционерной организационно-правовой форме. Не учитываются внутренние особенности компании
Концепция агентских отношений	Учитывается совокупность факторов, которые можно оценить в количественной форме	Подходит только для крупных компаний

Источник: составлено автором.

средневзвешенной стоимостью ее капитала, поэтому основная задача руководства компании в процессе управления формированием финансовых ресурсов фирмы связана с минимизацией значения последней величины[1].

Несмотря на простоту восприятия, использования и интерпретации полученных результатов, что позволило стать этой концепции одной из наиболее распространенных в исследуемой области, ей присущ ряд недостатков, приведенных в таблице.

К классическому исследованию структуры капитала фирмы относится и теория Модильяни — Миллера [5]. Суть этой концепции состоит в том, что при отсутствии налогов стоимость капитала фирмы не зависит от его структуры. Стоимость собственного капитала здесь равна сумме ставки капитализации, соответствующей группе операционного риска, а также премии за финансовый риск. Таким образом, фирме нет необходимости выстраивать стратегию по управлению капиталом, и абсолютно любое сочетание между заемными и собственными источниками является вполне допустимым для хозяйствующих субъектов.

В качестве альтернативных подходов к исследованию структуры капитала были предложены концепция иерархии и теория компромисса [6]. Первая из них рассматривает ситуацию информационной асимметрии между менеджерами и акционерами компании и ее иными внешними инвесторами. Наличие этой особенности приводит к тому, что более приоритетными для компании являются внутренние источники финансирования, так как в этом случае не повышаются риски деятельности компании, и только затем прибегают к внешним источникам финансирования [7].

Следующая альтернативная концепция — теория компромисса, суть которой заключается в том, что выбор оптимальной структуры капитала основан на определении соотношения между выгодами и издержками от привлечения заемного финансирования.

Концепция отслеживания рынка построена на постоянном мониторинге ситуации на финансовом рынке. В качестве методической основы применяются

[1] В настоящее время есть ряд отечественных исследований, посвященных вопросам применения этой концепции на практике, например [4].

методы фундаментального анализа рынка акций. Если на рынке наблюдается переоценка акций компаний, необходимо эмитировать большее число ценных бумаг, так как их можно реализовать по достаточно высокой цене, что обеспечит существенный приток финансовых ресурсов в компанию. В обратной ситуации (недооцененность рынка) компании следует сосредоточиться на долговых источниках финансирования и формировать капитал компании за счет них.

Концепция агентских отношений в качестве индикатора оценки эффективности структуры капитала предлагает использовать издержки, возникающие в случае передачи функции управления сторонним лицам — наемным менеджерам. Значимыми факторами в рамках этой концепции выступают степень контроля за управлением организации собственником, степень контроля за управлением организации кредитором.

Современные авторы в области корпоративных финансов проводили достаточно много исследований в области обобщения существующих и разработки новых методов определения структуры капитала фирмы. Среди них отдельно можно выделить работы М. Харриса и А. Равива, С. Майерса, теорию компромисса, теорию сложившихся предпочтений и теорию свободного денежного потока [8].

Преимущества и недостатки каждого из подходов структуры капитала приведены в таблице. Эти выводы могут быть использованы при разработке деловых игр в области корпоративных финансов (например, работы [9–11]).

Таким образом, проанализированные модели, как правило, не рассматривают комплекс условий, характерных для конкретной компании, а фокусируют свое внимание на каком-то одном аспекте деятельности компании. Чтобы системно учитывать особенности деятельности того или иного хозяйствующего субъекта для определения его оптимальной структуры капитала, автор предлагает строить политику по управлению финансовыми ресурсами компании на основе финансовой модели фирмы. Отметим, что при определении оптимальной структуры капитала главным образом рассматривается уровень долговой нагрузки фирмы.

В рамках исследования под финансовой моделью фирмы будем понимать совокупность показателей, характеризующих его финансово-хозяйственную деятельность [12]. Предлагается, что структура финансовой модели фирмы будет включать в себя следующие компоненты, являющиеся внутренними факторами деятельности фирмы:[2]

– имущественное положение компании[3], характеризующее структуру его активов и их качество;
– уровень ликвидности компании;
– динамику показателей финансовых результатов деятельности фирмы;
– источники доходов компании;
– характеристику коэффициентов структуры капитала[4];
– значение показателя СОС для компании;
– структуру затрат компании;
– финансовую гибкость компании;
– степень рыночной гибкости фирмы;
– вероятность неплатежеспособности фирмы;
– характер налогообложения финансовых результатов деятельности фирмы;
– этапы жизненного цикла фирмы.

Обобщающим индикатором эффективности исследуемой финансовой модели будет являться уровень инвестиционной привлекательности фирмы. Очевидно, что если в результате изменения структуры капитала компании происходит рост ее инвестиционной привлекательности, то эта модификация носит в целом положительный характер и рассматривается как благоприятная тенденция.

На основе указанных компонент можно предположить гипотезы, характеризующие требования к оптимальной структуре капитала фирмы, исходя из особенностей ее функционирования.

1. Для организаций с доминирующим уровнем внеоборотных активов наиболее оптимальным является доминирование собственного капитала в структуре. Исключение составляют компании, в структуре внеоборотных активов которых присутствуют нематериальные активы.

При анализе структуры оборотных активов следует определить, какую долю в них занимают денежные

[2] Аналогичный подход можно применить и к другим звеньям финансовой системы, например, в работах [13, 14].
[3] В рамках настоящего исследования автор рассматривает термины «фирма» и «компания» как синонимы.
[4] Предполагается учет текущей структуры капитала компании.

средства и краткосрочные финансовые вложения, имеющие наиболее ликвидную форму. Так, если на долю таких активов приходится не менее 1/3, фирма может позволить себе увеличить краткосрочные заемные ресурсы именно до такой доли в общем объеме капитала компании. Целесообразность привлечения дополнительного заемного капитала долгосрочного характера посредством анализа структуры оборотных активов невозможна.

2. Для организаций с положительной динамикой ликвидности допускается привлечение дополнительного заемного капитала. Если же прослеживается позитивная тенденция к росту показателя текущей ликвидности, допускается увеличение долгосрочного заемного капитала в структуре компании.

3. При оценке финансовых результатов для определения оптимальной структуры капитала следует обращать внимание на динамику только относительных значений. Так, если наблюдается рост показателей рентабельности в течение среднесрочного периода времени[5], фирма может позволить привлечение дополнительного заемного капитала. При этом особое внимание следует обратить на значение показателя рентабельности активов, который будет являться индикатором возможности привлечения дополнительного заемного капитала долгосрочного характера. Абсолютные же значения финансовых результатов деятельности фирмы не могут являться индикаторами для выявления оптимального соотношения между различными элементами капитала фирмы.

Для определения оптимальной структуры капитала компании также необходимо учитывать разницу между уровнем рентабельности активов и среднерасчетной ставкой процента.

4. Для компаний с доминирующими доходами от основной деятельности предпочтение следует отдать собственному капиталу, а при доминировании доходов от инвестиционной или финансовой деятельности фирме следует выбрать в качестве основных долгосрочные или краткосрочные заемные источники финансирования соответственно.

5. При анализе значений коэффициентов, характеризующих текущую структуру капитала компании, прежде всего следует обратить внимание на значение коэффициентов маневренности и автономии. При достижении минимально необходимого уровня и положительной динамике этих показателей фирма может позволить себе привлекать дополнительный заемный капитал.

6. Если значение показателя собственных оборотных средств является положительным, компании следует проводить наращивание заемного капитала краткосрочного характера.

7. Если в структуре компании преобладают переменные затраты, то оптимальная структура капитала будет предполагать доминирование краткосрочных источников финансирования.

8. Чем выше финансовая гибкость компании, тем больше компания может позволить себе привлечь дополнительных заемных краткосрочных средств.

9. Чем выше рыночная гибкость компании, тем больше компания может позволить себе привлечь дополнительных долгосрочных заемных средств.

10. Чем выше уровень потенциальной неплатежеспособности фирмы, тем меньше в ее структуре будет краткосрочного заемного капитала. На долгосрочный заемный капитал этот компонент финансовой модели влияния не оказывает.

11. Для фирм, выбравших специальные режимы налогообложения, оптимальная структура капитала компании будет предполагать преобладание собственных источников финансирования.

12. На этапе зарождения и спада фирме рекомендуется использовать преимущественно собственный капитал. Стадия подъема открывает возможности для привлечения дополнительного заемного капитала как на долгосрочной, так и на краткосрочной основах.

Автор не рассматривает характеристики внешней среды деятельности фирмы, поскольку ограничивает исследование только влиянием финансовой модели фирмы (внутренние характеристики), однако не отрицается их важность для определения оптимальной структуры капитала хозяйствующего субъекта.

Попробуем доказать эти гипотезы. При проведении исследования необходимо учитывать следующие допущения:

– большая часть приведенных характеристик имеет высокий уровень взаимосвязи, что иногда может затруднять выявление влияния каждой отдельной компоненты;

[5] В рамках исследования этот срок будет составлять три года, что соответствует официально принятой концепции среднесрочного планирования в области публичных финансов.

– в случае подтверждения приведенных гипотез возникает вопрос о том, является ли соответствующая структура капитала фирмы действительно оптимальной.

Для решения приведенных проблем необходимо:

– провести объединение гипотез, описывающих схожие компоненты для анализа;
– использовать для оценки оптимальности структуры капитала выделенный конечный индикатор финансовой модели — уровень инвестиционной привлекательности фирмы.

Для доказательства приведенных гипотез в ходе исследования проведены расчеты по финансовой отчетности и внутренним данным управленческого учета 70 компаний. Для удобства интерпретации результатов эта выборка была разделена по следующим признакам:

а) отраслевая принадлежность;
б) региональная принадлежность;
в) тенденции в динамике собственного капитала (рост, снижение, постоянный размер).

Для обеспечения равномерности выборки все компании характеризуются:

– длительной историей развития;
– устойчивыми темпами роста компаний;
– лидирующим положением в отрасли;
– информационной открытостью компаний;
– высоким уровнем инвестиционной привлекательности, который является для целей исследования критерием оптимизации и позволит определить справедливость выдвинутых гипотез относительно оптимальности существующих структур капитала.

При проверке первой поставленной гипотезы определено, что для компаний, в структуре капитала которых на долю собственного приходится более 70%, характерно преобладание внеоборотных активов в общей величине его имущества. Логически это может быть обусловлено тем, что в рамках идеальной политики финансирования (с точки зрения финансового менеджмента) для приобретения основных средств фирма использует долгосрочные источники финансирования, к которым относится и ее собственный капитал.

Также доказано, что отраслевые особенности фирмы не оказывают влияние на эту зависимость, не прослеживается она и с точки зрения характера структуры капитала фирмы. Для региональных предприятий зависимость структуры активов от структуры капитала более значимая, чем для отраслевых (подтверждается для 95% предприятий по сравнению с 85%).

При этом необходимо отметить, что для этих предприятий сохраняется возможность наращивания дополнительного капитала за счет заемного капитала, так как основные средства могут выступать в качестве залога по получаемым кредитам и займам.

Определить степень влияния наличия нематериальных активов (НМА) по приведенной выборке не представляется возможным. Так, в 67 исследуемых компаниях доля НМА за 2010–2014 гг. составила не более 0,2% в общей величине активов. Если в исследуемую выборку включать предприятия, доля нематериальных активов которых составляет не менее 15% в общей структуре активов (для исследуемой выборки это 4 предприятия), то выявляется, что доля нематериальных активов не оказывает существенного влияния на выбор источников финансирования деятельности компании и, как следствие, на структуру его капитала[6].

Немаловажным аспектом является определение влияния структуры оборотных активов на состав источников финансирования предприятия. Исходя из формулировки поставленной гипотезы, главным образом будем анализировать долю наиболее ликвидных активов (денежных средств и краткосрочных финансовых вложений) в общей структуре баланса. Очевидно, что эти же компоненты учитываются при определении величины коэффициентов ликвидности организации, а также при расчете собственных оборотных средств (СОС), т.е. в этом случае полученные выводы будут в принципе взаимосвязанными. Поэтому объединим первую, вторую и шестую гипотезы для их доказательства.

При анализе влияния доли наиболее ликвидных активов (денежных средств и краткосрочных финансовых вложений) на структуру капитала компании удалось выявить, что эта характеристика не оказывает существенного влияния на доминирование собственных средств в общей структуре финансирования. При рассмотрении доли краткосрочных источников финансирования (что отмечается при выдвижении второй гипотезы исследования) отмечается прямая средняя связь

[6] За более ранний период времени применительно к нефтяной отрасли аналогичные выводы подтверждаются в работе [15].

между анализируемыми группами показателей (коэффициент корреляции на уровне 0,75). При этом для фирм, у которых отмечается положительная динамика доли наиболее ликвидных активов, эта зависимость является более сильной (коэффициент корреляции составляет 0,85), нежели чем для предприятий со стабильной величиной этого показателя, или при его сокращении в общей структуре активов.

Таким образом, приведенная гипотеза также подтверждается по исследуемой выборке предприятий. Отметим также, что у региональных предприятий такая зависимость слабее, чем в среднем по выборке. Достаточно сильно на проявление данной зависимости оказывает влияние отраслевая принадлежность предприятий: для промышленных предприятий эта закономерность прослеживается наилучшим образом.

Итак, определим долю наиболее ликвидных активов в общей структуре баланса рассматриваемых компаний. Для этого вновь обратимся к данным финансовой отчетности рассматриваемых компаний. В результате проведенных расчетов удалось выявить, что существует влияние структуры оборотных наиболее ликвидных активов на состав финансовых ресурсов предприятия.

При рассмотрении влияния динамики ликвидности предприятия на структуру его капитала выявлено, что существует достаточно слабая зависимость между этими факторами, однако при этом можно отметить, что существует обратная связь между динамикой ликвидности предприятия и долей его заемного капитала.

Если же включать в анализ только те предприятия, в которых наблюдался положительный прирост коэффициентов ликвидности[7] (в том числе показатель текущей ликвидности), то прослеживается тесная положительная взаимосвязь между исследуемыми факторами, т.е. чем выше уровень ликвидности на предприятии, тем больший уровень дополнительного заемного капитала (включая долгосрочный) оно может себе привлечь. В этом случае можно рекомендовать наращивать капитал именно за счет привлеченных и заемных источников финансирования.

Таким образом, в рамках первой, второй и шестой гипотез можно отметить наличие влияния доли внеоборотных активов на доминирование собственного капитала (подтверждение гипотезы), отсутствие влияния наличия нематериальных активов и их доли на структуру капитала фирмы (отклонение гипотезы).

При анализе коэффициентов маневренности выявлено, что в большей части рассматриваемых предприятий (65 из 70) этот показатель не достигает нормативного значения. Это может быть обусловлено:

– доминированием собственного капитала рассматриваемых компаний и его абсолютным приростом за исследуемый период;
– недостаточным уровнем показателей ликвидности и собственного оборотного капитала.

Для исследуемой выборки более логичной является вторая причина, так как во всех 65 предприятиях наблюдается сокращение уровня ликвидности и его недостаточное значение на протяжении всего периода (2010–2014 гг.). В рамках доказательства этой гипотезы отдельно следует выделить региональные предприятия, у которых коэффициент маневренности достигает минимально установленного значения и в которых наблюдается незначительный прирост доли заемного капитала (на уровне 0,5–1,5 п.п. в год). При рассмотрении коэффициента автономии была выявлена обратная взаимосвязь между его величиной и долей заемного капитала в структуре источников финансирования в фирме. В рассматриваемой выборке у 60 предприятий коэффициент автономии выше минимально установленного значения (0,6), но его положительная динамика наблюдается только у 20 предприятий.

Влияние коэффициента автономии на уровень оптимальности структуры капитала подтверждается в рамках исследований других авторов. Так, доказано, что при достижении уровня долговой нагрузки в 70% риски компании значительно превышают безопасный уровень, и, как следствие, требования к доходности компании растут [16]. Следовательно, при недостижении последнего показателя структура капитала фирмы не может считаться оптимальной, так как рост долговой нагрузки приведет к увеличению рисков деятельности компании.

Таким образом, подтверждается гипотеза о том, что в случае более низкого значения, чем установленное нормативное, и при отрицательной динамике коэффициентов этой группы фирме нецелесообразно привлекать дополнительный заемный капитал.

Для обоснования следующей гипотезы необходимо отметить, что, во-первых, отсутствие влияния абсолютных показателей финансовых результатов

[7] Учитывая первоначальную формулировку второй гипотезы.

объясняется тем, что невозможно сопоставление подобных данных по предприятиям, которые будут иметь различные масштабы и виды деятельности, что наблюдается в анализируемой выборке.

Необходимость сравнения рентабельности активов и среднерасчетной ставки процента объясняется тем, что при равенстве или меньшем значении первого показателя фирма не будет способна покрыть издержки, связанные с привлеченным финансированием, и в этом случае привлекать дополнительное заемное финансирования по таким условиям ей не рекомендуется.

Обоснование остальных составляющих третьей гипотезы реализуем при помощи количественной оценки[8]. Для этого используем данные о финансовых результатах исследуемой выборки. Из анализируемых предприятий 50% имеют отрицательное значение уровня рентабельности, 35% имеют уровень рентабельности активов ниже, чем среднерасчетная ставка процента, а у 15% наблюдается положительная динамика рентабельности активов и ее значение выше среднерасчетной ставки процента.

При этом отметим, что эти 15% предприятий имеют высокое значение собственного капитала — на уровне 80–95% от общей величины финансовых источников. Для предприятий, имеющих доминирование заемного капитала в общей структуре финансовых ресурсов, наблюдается отрицательное значение показателей рентабельности, включая рентабельность активов.

Таким образом, можно диагностировать нецелесообразную политику финансирования указанных предприятий, связанную с привлечением дополнительного заемного капитала. Также следует отметить, что по этим предприятиям отмечается снижение уровня их инвестиционной привлекательности, что также доказывает вывод о нецелесообразности финансирования за счет дополнительных заемных источников[9].

При анализе взаимосвязи структуры затрат со структурой капитала фирмы получено, что у компаний с преобладающей долей переменных затрат наблюдается преобладание краткосрочных заемных источников над долгосрочными (65 предприятий из 75). Однако не удалось выявить однозначных тенденций по соотношению между собственными и заемными источниками по этому критерию.

Для оценки влияния потенциальной неплатежеспособности фирмы на степень оптимальности выбранной структуры капитала следует обратиться к различным моделям прогнозирования финансовой несостоятельности компаний[10]. Так как абсолютно все организации анализируемой выборки являются российскими, используем модель Сайфуллина — Кадыкова для определения потенциальной вероятности их банкротства.

В результате проведения такого анализа удалось выявить, что существует определенная взаимосвязь между фактором потенциальной неплатежеспособности компании и структурой ее капитала. Выявлено, что при повышении уровня прогнозной финансовой несостоятельности компании наблюдается сокращение доли заемного капитала. При этом показано, что доля долгосрочного заемного капитала в этом случае снижается более быстрыми темпами, чем краткосрочного капитала.

Эти закономерности в наибольшей степени подтверждаются для региональных промышленных компаний. Также следует заметить, что данная гипотеза в свою очередь основана на ряде предыдущих заключений, так как в состав используемых финансовых моделей включаются такие компоненты, как коэффициенты текущей ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами и рентабельности. Таким образом, выдвинутая гипотеза о доминировании собственного капитала для неплатежеспособных компаний подтвердилась, однако также отмечается влияние на долгосрочный заемный капитал компании, что изначально не предполагалось в исследовании.

Предпоследняя гипотеза исследования предполагает оценку влияния выбранного режима налогообложения на структуру капитала. Показано, что по исследуемой выборке для пяти предприятий, выбравших такой режим, характерна доля собственных средств в общем объеме финансирования на уровне 93–97% за исследуемые пять лет, что подтверждает гипотезу о наличии влияния этого фактора.

Последняя гипотеза исследования связана с выявлением стадии жизненного цикла предприятия[11].

[8] Теоретические основы понятия финансовых результатов для проведения исследования базировались на работах [17–19].

[9] Обратное влияние рассмотрено в работах [20, 21].

[10] Подход к оценке несостоятельности основан на исследовании [22].

[11] В рамках нашего исследования автор придерживалась понятия «жизненный цикл компании», приведенного в работе [23].

Так как эта характеристика является качественной, проведение расчетов по выборке не представляется целесообразной. Однако если рассматривать опыт компаний, то на стадии роста, как правило, представляется целесообразным привлечение дополнительного заемного капитала.

Эта рекомендация не является строгой, так как в ходе развития компания может неоднократно менять свою стратегию, которая основывается на множестве факторов (в том числе и рассмотренных), что может оказывать значительное влияние на состав финансовой модели фирмы и, как следствие, структуру ее капитала.

Основным итогом исследования является разработанная модель, позволяющая выявить влияние внутренних характеристик на оптимальную структуру капитала компании. В ходе исследования поставлены две группы гипотез:

– о наличии влияния компонент финансовой модели фирмы на уровень оптимальности ее капитала;
– о характере влияния различных компонент финансовой модели фирмы на выбор источников финансирования.

На основе проведенного анализа выявлено, что доминирование заемных средств в структуре капитала будет оптимальным при следующих условиях:

– при доминировании наиболее ликвидных активов в общей структуре имущества фирмы;
– при достаточном уровне финансовой состоятельности и платежеспособности компании (в разрезе краткосрочных финансовых средств);
– при преобладании доли переменных затрат в общей структуре издержек предприятия (применительно к краткосрочным источникам финансирования);
– при положительном значении коэффициентов рентабельности;
– при нахождении компании на стадии роста.

При этом доминирование основного капитала фирмы обусловливают следующие внутренние характеристики ее финансовой модели:

– преобладание внеоборотных активов в общей структуре имущества;
– высокий уровень финансовой устойчивости по анализируемым финансовым коэффициентам;
– применение специальных и льготных режимов налогообложения.

Таким образом, фирма может учитывать эти особенности при формировании политики управления источниками финансирования своей деятельности и при обосновании наиболее эффективной для нее структуры капитала.

Список литературы

1. *Ивашковская И.В., Куприянов А.* Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компанией. 2005. № 2. С. 1–5.
2. *Ивашковская И.В.* Модель стратегического стоимостного анализа фирмы // Экономическая наука современной России. 2008. № 3. С. 115–127.
3. *Gitman L.J.* Basic managerial finance. 2nd ed. New York: Harper & Row Publisheners, 1989. 693 p.
4. *Сергеев А.И.* Методика расчета оптимальной структуры капитала инновационно ориентированной компании на основе корреляционно-регрессионного анализа взаимосвязи между средневзвешенной стоимостью (WACC) и структурой капитала // Инновации. 2010. № 8. С. 101–104.
5. *Цыганков К.Ю.* Терминология корпоративных финансов: проблемы и истоки // Сибирская финансовая школа. 2011. № 1. С. 60–72.
6. *Ивашковская И.В.* От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании // Управление компанией. 2004. № 11. С. 18–21.
7. *Ивашковская И.В., Макаров П.В.* Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Центральной и Восточной Европы // Корпоративные финансы. 2010. № 3. С. 47–62.
8. *Андрианов А.* Учет структуры капитала при оценке эффективности проектов. URL: http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/capital_in_invanal.shtml.

9. *Биткина И.К.* Применение интерактивных образовательных технологий в обучении финансовой грамотности: методический подход // Научный вестник Волгоградского филиала РАНХиГС. Сер. Экономика. 2012. Т. 1. № 7. С. 28–33.

10. *Биткина И.К.* Повышение качества финансового образования за счет применения инновационных форм обучения // Научный вестник Волгоградского филиала РАНХиГС. Сер. Экономика. 2011. Т. 2. № 6. С. 13–15.

11. *Бондарева С.А.* Переход к федеральным государственным образовательным стандартам высшего профессионального образования третьего поколения // Вестник Волгоградской академии МВД России. 2010. № 3. С. 148–150.

12. *Николаев И.* Как построить финансовую модель предприятия // Финансовый директор. URL: http://fd.ru/articles/36469-kak-postroit-finansovuyu-model-predpriyatiya.

13. *Бондарева С.А.* К вопросу о функциях персональных финансов // Научный вестник Волгоградского филиала РАНХиГС. Сер. Экономика. 2011. Т. 2. № 6. С. 79–83.

14. *Яковенко В.В.* Совершенствование методик оценки эффективности конкурсных процедур по размещению государственного заказа // Сибирская финансовая школа. 2008. № 4. С. 44–48.

15. *Брехова Ю.В.* Современное состояние и тенденции развития нефтяной отрасли в России // Научный вестник Волгоградского филиала РАНХиГС. Сер. Экономика. 2011. Т. 1. № 5. С. 85–89.

16. *Дороган Н.Д.* Оптимизация структуры капитала и оценка текущей стоимости компании на примере ОАО «Газпром»: новый подход к моделированию // Молодой ученый. 2015. № 4. С. 359–362.

17. *Ковалев В.В., Ковалев В.В.* Раскрытие прибыли в отчетности организации // Бухгалтерский учет. 2003. № 23. С. 55–63.

18. *Ковалев В.В., Ковалев В.В.* Бухгалтерская прибыль: управленческий аспект // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 8. Менеджмент. 2005. № 4. С. 7–32.

19. *Ковалев В.В., Ковалев В.В.* Прибыль: логика определения и идентификации // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 5. Экономика. 2005. № 2. С. 106–117.

20. *Флигинских Т.Н., Ерыгина Е.Ю.* Влияние структуры капитала на конечный результат деятельности компании // Экономика. Управление. Право. 2011. № 3-1. С. 3–5.

21. *Ситник П.Е.* Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских непубличных компаний // Корпоративные финансы. 2008. № 4. С. 114–121.

22. *Брехова Ю.В.* Об оценке системной несостоятельности предприятий нефтяного комплекса // Научный вестник Волгоградского филиала РАНХиГС. Сер. Экономика. 2009. № 2. С. 55–58.

23. *Ивашковская И.В.* Жизненный цикл организации: взгляд финансиста // Управление компанией. 2006. № 11. С. 60–67.

ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

Economic and Statistical Research

AN ECONOMIC STUDY OF THE INFLUENCE OF INTERNAL FACTORS ON THE CORPORATE CAPITAL STRUCTURE

Irina K. BITKINA

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Volgograd Branch, Volgograd, Russian Federation
bitkinai@rambler.ru

Article history:
Received 8 July 2015
Accepted 17 July 2015

JEL classification: G3, D22, C12

Keywords: capital, company, sources of finance, structure, corporate model

Abstract
Importance The article presents the results of analyzing various internal factors that are ingrained into the corporate financial model, and their effect on the structure of corporate capital. The issue is pivotal in corporate finance. However, most researches draw upon foreign empirical materials, which are not always applicable to national practices. It necessitates elaborating this subject additionally.
Objectives Following the analysis of the effect of internal factors of corporate financial model, I try to substantiate their effect on the structure of corporate capital.
Methods I apply the method of scientific generalization and critical analysis, abstraction, scientific hypotheses, collection of empirical data, data summary and processing, statistical, correlation and regression analysis in order to corroborate the hypothesis made.
Results As the research has shown, the corporate capital structure is mostly influenced with the composition of corporate property, percentage of variable costs out of total costs, financial sustainability and solvency, applicable tax treatment and the stage of corporate life cycle.
Conclusions and Relevance The article presents my conclusions on the effect of internal factors on the corporate capital structure. The outcome of the research may be used to further develop domestic science of corporate finance, and select sources of finance.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

References

1. Ivashkovskaya I.V., Kupriyanov A. Struktura kapitala: rezervy sozdaniya stoimosti dlya sobstvennikov kompanii [Corporate structure: provisions for creating value for the company's owners]. *Upravlenie kompaniei = Company Management*, 2005, no. 2, pp. 1–5.
2. Ivashkovskaya I.V. Model' strategicheskogo stoimostnogo analiza firmy [A model for strategic analysis of business value]. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoi Rossii = Economic Science of Modern Russia*, 2008, no. 3, pp. 115–127.
3. Gitman L.J. Basic Managerial Finance. 2nd ed. New York, Harper & Row Publishers, 1989, 693 p.
4. Sergeev A.I. Metodika rascheta optimal'noi struktury kapitala innovatsionno orientirovannoi kompanii na osnove korrelyatsionno-regressionnogo analiza vzaimosvyazi mezhdu srednevzveshennoi stoimost'yu (WACC) i strukturoi kapitala [The method of assessing the optimal capital structure of the innovation-oriented company on the basis of correlation and regression analysis of the relationship between the weighted average cost of capital (WACC) and capital structure]. *Innovatsii = Innovation*, 2010, no. 8, pp. 101–104.
5. Tsygankov K.Yu. Terminologiya korporativnykh finansov: problemy i istoki [Terminology of corporate finance: issues and origins]. *Sibirskaya finansovaya shkola = Siberian Financial School*, 2011, no. 1, pp. 60–72.
6. Ivashkovskaya I.V. Ot finansovogo rychaga k optimizatsii struktury kapitala kompanii [From financial leverage to optimization of the corporate capital structure]. *Upravlenie kompaniei = Company Management*, 2004, no. 11, pp. 18–21.
7. Ivashkovskaya I.V., Makarov P.V. Deistvuyut li klassicheskie kontseptsii vybora struktury kapitala na razvivayushchikhsya rynkakh? Empiricheskii analiz kompanii Tsentral'noi i Vostochnoi Evropy [Do companies from emerging markets follow the classic theories of capital structure choice? An empirical study on companies from Central and Eastern Europe]. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research*, 2010, no. 3, pp. 47–62.
8. Andrianov A. *Uchet struktury kapitala pri otsenke effektivnosti proektov* [Considering the capital structure in assessing the effectiveness of projects]. Available at: http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/capital_in_invanal.shtml. (In Russ.)

9. Bitkina I.K. Primenenie interaktivnykh obrazovatel'nykh tekhnologii v obuchenii finansovoi gramotnosti: metodicheskii podkhod [Online learning technologies in financial literacy courses: a methodological approach]. *Nauchnyi vestnik Volgogradskogo filiala RANEPA. Ser. Ekonomika = Scientific Bulletin of Volgograd Branch of RANEPA. Series Economics*, 2012, vol. 1, no. 7, pp. 28–33.
10. Bitkina I.K. Povyshenie kachestva finansovogo obrazovaniya za schet primeneniya innovatsionnykh form obucheniya [Improving the quality of financial education through the use of innovative forms of learning]. *Nauchnyi vestnik Volgogradskogo filiala RANEPA. Ser. Ekonomika = Scientific Bulletin of Volgograd Branch of RANEPA. Series Economics*, 2011, vol. 2, no. 6, pp. 13–15.
11. Bondareva S.A. Perekhod k federal'nym gosudarstvennym obrazovatel'nym standartam vysshego professional'nogo obrazovaniya tret'ego pokoleniya [Transition to the federal State standards on higher professional training of the third generation]. *Vestnik Volgogradskoi akademii MVD Rossii = Bulletin of Volgograd Academy of Ministry of Interior*, 2010, no. 3, pp. 148–150.
12. Nikolaev I. *Kak postroit' finansovuyu model' predpriyatiya* [How to build a financial model of enterprise]. Available at: http://fd.ru/articles/36469-kak-postroit-finansovuyu-model-predpriyatiya. (In Russ.) (accessed 10.12.2014)
13. Bondareva S.A. K voprosu o funktsiyakh personal'nykh finansov [On functions of personal finance]. *Nauchnyi vestnik Volgogradskogo filiala RANEPA. Ser. Ekonomika = Scientific Bulletin of Volgograd Branch of RANEPA. Series Economics*, 2011, vol. 2, no. 6, pp. 79–83.
14. Yakovenko V.V. Sovershenstvovanie metodik otsenki effektivnosti konkursnykh protsedur po razmeshcheniyu gosudarstvennogo zakaza [Improving methods for assessing the effectiveness of public procurement procedures]. *Sibirskaya finansovaya shkola = Siberian Financial School*, 2008, no. 4, pp. 44–48.
15. Brekhova Yu.V. Sovremennoe sostoyanie i tendentsii razvitiya neftyanoi otrasli v Rossii [Current state and trends in the development of the oil industry of Russia]. *Nauchnyi vestnik Volgogradskogo filiala RANEPA. Ser. Ekonomika = Scientific Bulletin of Volgograd Branch of RANEPA. Series Economics*, 2011, vol. 1, no. 5, pp. 85–89.
16. Dorogan N.D. Optimizatsiya struktury kapitala i otsenka tekushchei stoimosti kompanii na primere OAO Gazprom: novyi podkhod k modelirovaniyu [Optimizing the capital structure and assessing the current value of the company, using the case of Gazprom: a new approach to modeling]. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*, 2015, no. 4, pp. 359–362.
17. Kovalev V.V., Kovalev Vit.V. Raskrytie pribyli v otchetnosti organizatsii [Disclosure of profit in financial statements of the organization]. *Bukhgalterskii uchet = Accounting*, 2003, no. 23, pp. 55–63.
18. Kovalev V.V., Kovalev Vit.V. Bukhgalterskaya pribyl': upravlencheskii aspekt [Accounting profit: a managerial aspect]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya 8 Menedzhment = Vestnik of St. Petersburg University. Series 8 Management*, 2005, no. 4, pp. 7–32.
19. Kovalev V.V., Kovalev Vit.V. Pribyl': logika opredeleniya i identifikatsii [Profit: logic for determination and identification]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya 5 Ekonomika = Vestnik of St. Petersburg University. Series 5 Economics*, 2005, no. 2, pp. 106–117.
20. Fliginskikh T.N., Erygina E.Yu. Vliyanie struktury kapitala na konechnyi rezul'tat deyatel'nosti kompanii [The impact of capital structure on the final result of the company]. *Ekonomika. Upravlenie. Pravo = Economy. Management. Law*, 2011, no. 3-1, pp. 3–5.
21. Sitnik P.E. Ispol'zovanie pokazatelei ekonomicheskoi pribyli dlya postroeniya regional'nogo reitinga rossiiskikh nepublichnykh kompanii [Using economic profit indicators for regional ranking of the Russian non-public companies]. *Korporativnye finansy = Corporate Finance*, 2008, no. 4, pp. 114–121.
22. Brekhova Yu.V. Ob otsenke sistemnoi nesostoyatel'nosti predpriyatii neftyanogo kompleksa [On assessment of systemic insolvency of enterprises operating in the oil industry]. *Nauchnyi vestnik Volgogradskogo filiala RANEPA. Ser. Ekonomika = Scientific Bulletin of Volgograd Branch of RANEPA. Series Economics*, 2009, no. 2, pp. 55–58.
23. Ivashkovskaya I.V. Zhiznennyi tsikl organizatsii: vzglyad finansista [The life cycle of the entity: a view of the financial expert]. *Upravlenie kompaniei = Company Management*, 2006, no. 11, pp. 60–67.