

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України від 11.07.2019 № 975)

Ефективна ЕКОНОМІКА



Дніпровський державний аграрно-економічний університет

ДКС Центр

Видавництво ТОВ «ДКС-центр»

Ефективна економіка № 4, 2014

УДК: 339.92

*О. О. Сініцин,
аспірант, кафедра міжнародних фінансів,
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"*

ХАРАКТЕРИСТИКА МЕТОДІВ РЕГУЛЮВАННЯ ТА ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ КОРПОРАЦІЇ

*О. Sinitsyn,
Postgraduate student, Department of International Finance,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman*

DEFINING METHODS OF CORPORATE CAPITAL STRUCTURE REGULATION AND OPTIMIZATION

В умовах світової кризи дослідження основних фінансових проблем, з якими зустрічаються транснаціональні корпорації, переглядають базові концепції та визначають пріоритетні напрямки ефективного управління фінансовою діяльністю корпорації. Діяльність компаній в умовах глобальної ринкової економіки безпосередньо залежить від об'єму фінансового капіталу та його структури. Структура капіталу корпорації, визначає рівень найбільш вагомих фінансових показників її діяльності.

Від обраної структури капіталу залежить його вартість та рівень фінансового ризику. Ефективна зміна структури капіталу є чинником збільшення віддачі на власний капітал, що виражається в перевищенні величини рентабельності власного капіталу над рентабельністю сукупних активів. Таким чином, проблема оптимізації структури капіталу є однією з найважливіших задач, що вирішуються в рамках управління капіталом корпорації і фінансовими ризиками, а вдосконалення методики формування оптимальної його структури є актуальним питанням.

Актуальність досліджень досягнення оптимальної фінансової структури капіталу визначається тим, що структура капіталу розглядається як один з найважливіших і найскладніших етапів фінансового аналізу, до того ж вирішувати проблему оптимізації необхідно індивідуально для кожної компанії. В процесі формування капіталу корпорації потрібно дотримуватись найбільш ефективного його використання шляхом збільшення оборотності власного капіталу та підвищення його рентабельності. Досягнути раціональної структури капіталу можливо за допомогою методів оптимізації на основі показників оцінки структури капіталу, зокрема фінансового левериджу та середньозваженої оцінки вартості капіталу.

Under conditions of global financial crisis studying problems faced by multinational corporations brings in rethinking of basic concepts and defining priority areas of effective corporation management. Acting in a

global market economy directly depends on the amount of financial capital and its structure. The capital structure of the corporation determines the level of the most important financial indicators of the company.

The selected capital structure affects the cost of capital and the level of financial risk. An efficient change in capital structure is a factor that contributes to increasing the return on equity which expressed in return on equity exceeding return on total assets. Therefore the problem of capital structure optimization is one of major tasks solved within financial risk and corporation capital management, while improving methods of forming optimal capital structure is yet a timely matter.

Actuality of achieving optimal financial capital structure is acknowledged by its being treated as one of the major and most difficult phases in financial analysis, besides requiring individual approach to every corporation. While forming corporation's capital, it is necessary to maintain its most effective allocation by improving turnover and increasing profitability of equity capital. It is possible to attain the rational capital structure by using optimization methods based on capital structure valuations such as financial leverage and weighted average cost of capital.

Ключові слова: *структура капіталу корпорації, фінансовий леверидж, ефект фінансового левериджу, середньозважена вартість капіталу, фінансовий ризик, джерела капіталу корпорації, власний капітал, позичковий капітал.*

Keywords: *corporation capital structure, financial leverage, effect of financial leverage, weighted average cost of capital, financial risk, corporation capital sources, equity capital, borrowed capital.*

Аналіз останніх наукових досліджень. Аналіз літературних публікацій свідчить про великий інтерес вчених до проблеми регулювання капіталу та визначення оптимальної структури капіталу корпорацій.

Проблеми формування структури капіталу підприємства досліджували як закордонні, так і провідні вітчизняні вчені. Започатковування теорії формування структури капіталу пов'язують з появою робіт М. Міллера і Ф. Модільяні, які вперше привернули увагу до позикового капіталу та можливості його впливу на очікувану прибутковість компанії. Подальшого розвитку теорія формування структури капіталу набула у роботах О. Бланка, Р. Брейли, Ю. Бріггема, Р. Вернона, М. Гордона, Г. Грубера, В.В. Ковальова, Д. Лейбсона, Г. Марковіца, Р. Мертона, М. Міллера, Ф. Модільяні, Г.В. Савицької, С.В. Сагова, Дж. Сакса, Дж. Сороса, О.С. Стоянова, Дж. Тоді, Е. Хелферта, Д. Хемитона, Дж. Ван Хорна, Є. Чонга, У. Шарпа, Дж. Штігліца, О.В. Яріша та ін. Серед вітчизняних вчених цій темі присвятили праці Д. Лук'яненко, О. Мозговий, Л. Руденко - Сударева, О. Гаврилюк, Т.В. Головка, В. Геєць, Б. Губський, З. Луцишин, В. Новицький, Є. Панченко, О. Плотніков, В.О. Подольська, О. Рогач, О. Сльозко, А. Філіпенко, І.Й. Яремко та ін.

В своїх працях економісти акцентують увагу на оптимальному співвідношенні між власним і позичковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між доходністю та фінансовою стійкістю компанії. Фінансовий леверидж, в свою чергу, характеризує використання запозичених засобів, які впливають на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Разом з тим, багато аспектів проблеми оптимізації структури капіталу залишаються недостатньо дослідженими. Аналітичне оцінювання наукових джерел і світових публікацій на тему структури капіталу дозволяє зробити висновок про наявність багатьох напрямів, що потребують подальших досліджень. Недостатньо розробленою в сфері використання капіталу є система показників оцінювання ефективності структури капіталу корпорацій в динамічних умовах глобального ринку.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. На сьогодні економічна теорія не може дати вичерпні відповіді на питання щодо визначення оптимальної структури капіталу корпорацій. Удосконалення вимагають сучасні методологічні підходи до розвитку інструментів ризик-менеджменту транснаціональних корпорацій та методів оптимізації з урахуванням показників фінансового левериджу.

Мета даної статті полягає в дослідженні концептуальних методів регулювання та оптимізації структури капіталу підприємства, виявленні та структуруванні їх окремих позитивних і негативних факторів.

Виклад основного матеріалу.

Капітал є джерелом коштів для існування і розвитку будь-якого господарюючого суб'єкта, тому роль системи регулювання структури капіталу беззаперечно велика. Недостатня розробленість деяких проблем регулювання структури капіталу як елементу управління знижує ефективність управлінських рішень в області інвестиційної і фінансової політики. Однією з серйозних проблем управління капіталом є встановлення необхідних структурних пропорцій між власною і позиковою частинами. Вони в значній мірі визначають умови ефективного функціонування підприємства і кінцеві

результати його діяльності. Шляхом оптимізації співвідношення власного і позикового капіталу забезпечується необхідний рівень рентабельності, стійка фінансова рівновага підприємства в процесі його розвитку, максимізація його ринкової вартості.

Нині не існує єдиного універсального методу оптимізації структури капіталу, застосовуючи який транснаціональна корпорація визначала б оптимальне співвідношення між власним і позиковим капіталом.

На думку І.О. Бланка, оптимальна структура капіталу становить таке співвідношення використання власних і позикових коштів за умови якого забезпечується ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом стійкості компанії, тобто максимізується його ринкова вартість [1, 213].

В.О. Подольська та О.В. Яріш вважають, що оптимізація структури капіталу «таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю компанії» [10, 355].

Таким чином, оптимізація структури капіталу є важливим етапом стратегічного аналізу капіталу, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю власного капіталу корпорації та вартістю коштів, залучених на основі повернення їх у майбутньому, за якого досягається максимальна ефективність діяльності компанії.

Мета управління структурою капіталу – мінімізувати витрати на залучення довгострокових джерел фінансування і цим забезпечити власникам капіталу максимальну ринкову оцінку вкладених ними коштів.

Виходячи з того, що основною метою оптимізації структури капіталу є пошук оптимального співвідношення між власним і позиковим капіталом, можна сформулювати основні завдання оптимізації структури капіталу:

- формування необхідної структури капіталу, яка б забезпечила сталий розвиток компанії;
- забезпечення умов, за яких компанія отримуватиме максимальну суму прибутку.

На думку сучасних економістів[2], єдину ефективну структуру капіталу визначити неможливо. Однак можна визначити найбільш раціональне співвідношення показників капіталу, що розраховуються на підставі факторів впливу, ризиків та практичного досвіду. Це максимально наблизить цільову структуру капіталу до оптимального його значення.

Термін «регулювати» в Сучасному економічному словнику трактується як підпорядковувати певному порядку, правилу, упорядковувати; встановлювати правильне, необхідне для роботи взаємодію частин механізму, робити що-небудь для отримання потрібних показників, досягнення потрібного ступеня чогось [11]. Як стверджують науковці, категорія «регулювання» означає дію на об'єкт з метою не лише досягнення певного результату, а й для упорядкування його в межах заданих параметрів [9, с. 70]. Звідси, під регулюванням структури капіталу підприємства слід розуміти систему заходів, за допомогою яких забезпечується стабільність функціонування структури капіталу, ефективно залучення та використання капіталу.

Регулювання структури капіталу на підприємстві потрібно здійснювати у двох напрямках: обґрунтування оптимальних пропорцій власного і позикового капіталу; залучення необхідних обсягів власного і позикового капіталу для досягнення цільової структури. Таким чином, процес регулювання структурою капіталу передбачає, в першу чергу, процес оптимізації цієї структури.

Методи регулювання структури капіталу підприємства в залежності від підходу до оптимізації можна класифікувати за наступними групами: нормативно-коефіцієнтні, однокритеріальні, багато критеріальні.

До нормативно-коефіцієнтних методів регулювання структури капіталу можна віднести методи, які ґрунтуються на використанні фінансових коефіцієнтів. Досить часто в економічній літературі і фінансовій практиці проблема оптимізації структури капіталу вирішується на базі пошуку такого співвідношення власного і позикового капіталу підприємства, при якому досягаються нормативні або еталонні величини фінансових коефіцієнтів. Еталонні пропорції розраховують, як правило, на базі тривалих статистичних спостережень як по відношенню до величини капіталу, так і іншим базовим показникам фінансової діяльності. При формуванні капіталу найчастіше використовують такі фінансові показники: коефіцієнт фінансової незалежності, середньогалузеве співвідношення позикового і власного капіталу, коефіцієнт боргового навантаження, коефіцієнт покриття відсотків (табл. 2).

Таблиця 2.

Нормативно-коефіцієнтні методи регулювання структури капіталу

Назва	Характеристика	Обмеження
Коефіцієнт заборгованості	Відношення позикового капіталу до власного капіталу	$\frac{ПК}{ВК} < 1$ ПК – позиковий капітал, ВК – власний капітал.
Коефіцієнт фінансової незалежності	Відношення власного капіталу до всього капіталу	$\frac{ВК}{А} \geq 0,5$ ВК – власний капітал, А – капітал.

Середньогалузеве відношення позикового і власного капіталу	Відношення позикового капіталу до власного капіталу	$\frac{ПК}{ВК} \leq K_{галузі}$ ПК – позиковий капітал, ВК – власний капітал.
Коефіцієнт боргового навантаження	Цільове відношення боргу і прибутку до амортизаційних відрахувань, процентів і оподаткування	$\frac{ПК}{ВК} \leq K_{галузі}$ ЕВІТДА – прибуток до амортизаційних відрахувань, процентів і оподаткування.
Коефіцієнт покриття відсотків	Відношення прибутку до вирахування процентів за кредити і оподаткування до процентних платежів	$\frac{ПК}{ВК} \leq K_{галузі}$ ЕВІТ – прибуток до вирахування процентів і оподаткування, П – проценти за кредит

При формуванні структури капіталу як орієнтир слід враховувати середньогалузеві значення коефіцієнтів, причому не тільки відповідної галузі вітчизняних підприємств, а й у світовому розрізі [14, с.495]. Обмеження по середньогалузевому значенню співвідношення позикового і власного капіталу, припускає досягнення в стратегічному періоді цільової структури капіталу, яка склалася у підприємств-лідерів цієї галузі.

Перевагою нормативно-коефіцієнтних методів є простота й оперативність розрахунків, крім того, позитивний ефект від застосування коефіцієнтного підходу полягає у можливості співставлення результатів діяльності різних підприємств завдяки стандартизованому вигляду одиниць виміру. Маємо відзначити, що узагальнюючим недоліком нормативно-коефіцієнтних методів є статичність, і як наслідок, неможливість застосування для формування цільової структури капіталу при стратегічному моделюванні розвитку підприємства, тому що мають короткостроковий характер.

Наступної групою методів регулювання структури капіталу є однокритеріальні, при використанні яких оптимальні для підприємства пропорції між власним і позиковим капіталом досягаються шляхом максимізації або мінімізації конкретного показника.

Аналіз економічної літератури свідчить, що більшість авторів виділяють три **однокритеріальні методи оптимізації структури капіталу**.

- 1) оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності;
- 2) оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості. Метод ґрунтується на попередній оцінці власного і позиченого капіталів за різних умов їх формування, обслуговування та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу і, таким чином, пошуку найбільш реальної ринкової вартості компанії;
- 3) оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Він пов'язаний з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових активів компанії: необоротних активів, оборотних активів (з розбиттям їх на постійну і змінну частини).

1. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності.

Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої рентабельності ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня рентабельності при різній структурі капіталу. Існує декілька методичних підходів щодо оптимізації структури капіталу на основі критерію рентабельності, порівняльну характеристику яких наведено у таблиці 3.

Таблиця 3.

Методичні підходи щодо оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рентабельності

Підхід	Зміст	Критерій	Недоліки
Оцінка ефекту фінансового важелю	Максимізація рентабельності в результаті залучення позикового капіталу	ЕФВ → max	Носить короткостроковий характер. Не враховує: - розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; - внутрішню структуру власного і позичкового капіталу ; - вартість власного капіталу; - інфляцію.

Оцінка ефекту операційно-фінансового важелю	Оптимізації структури капіталу шляхом виявлення взаємозв'язку між показниками валового прибутку, витрат операційного і фінансового характеру і чистого прибутку	ЕОФВ → мах	Носить короткостроковий характер. Не враховує: - розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; - внутрішню структуру власного і позикового капіталу ; - вартість власного капіталу; - інфляцію. Необхідні додаткові обмеження.
ЕВІТ-EPS-підхід	Оптимізація структури капіталу шляхом виявлення такого співвідношення джерел фінансування діяльності компанії, яке дозволяє максимізувати показник "чистий прибуток на акцію" у порівнянні з очікуваним рівнем валового прибутку	EPS—>мах	Носить короткостроковий характер. Не враховує: - розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; - внутрішню структуру власного і позикового капіталу ; - вартість власного капіталу; - інфляцію. Можна оцінити тільки альтернативні схеми фінансування.

В економічній літературі традиційно розглядають методичний підхід, який передбачає використання механізму фінансового важелю [1, с. 208; 13, с. 380; 7, с. 289; 5, с.212; 6, с. 734]. Сутність фінансового важелю полягає в використанні підприємством позикового капіталу, який впливає на зміну фінансової рентабельності і дає йому можливість одержати додатковий прибуток на власний капітал. У методиці розрахунку ефекту фінансового важелю (ЕФВ) можна відокремити три основні складові: податковий коректор фінансового важелю; диференціал фінансового важелю, плече фінансового важелю. Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано керувати ефектом фінансового важеля у процесі фінансової діяльності. Головною умовою досягнення позитивного ефекту фінансового важелю є його диференціал. Цей ефект виявляється, коли рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства, перевищує середній розмір відсотку за кредит, тобто коли диференціал фінансового важелю є позитивною величиною. Отже, чим більше позитивне значення диференціалу фінансового важелю, тим більшим буде його ефект. Плече фінансового левериджу є тим важелем, який мультиплікує позитивний або негативний ефект, що формується за рахунок відповідного значення його диференціалу. При позитивному значенні диференціалу будь-який приріст плеча фінансового левериджу буде викликати ще більший приріст фінансової рентабельності, а при негативному значенні диференціалу приріст плеча фінансового левериджу буде призводити до ще більшого зниження фінансової рентабельності. Податковий коректор фінансового важелю демонструє, в якому ступені виявляється ефект фінансового важелю у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку. Цей підхід має недоліки, які обмежують його застосування на практиці: відсутнє розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; з розгляду упускається внутрішня структура власного і позикового капіталу; власний капітал підприємства визнається безкоштовним і в розрахунок не береться; не враховується інфляція.

Деякі з науковців [13, с. 382, 7, с. 289; 5, с.212; 6, с. 734] вважають доцільним у процесі оптимізації структури капіталу використання операційно-фінансового важелю, який синтезує такі показники, як розмір виручки, операційні та фінансові витрати, чистий прибуток. Такий підхід щодо оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації фінансової рентабельності дозволяє визначити ступінь операційного та фінансового ризику, і використовується для визначення сукупного ризику підприємства. При цьому на основі даного методу неможливо визначити співвідношення власного і позикового капіталу.

Наступний методичний підхід до регулювання структури капіталу підприємства на основі критерію рентабельності ЕВІТ-EPS базується на оцінці впливу альтернативних варіантів фінансування на значення прибутку на акцію (EPS) [7, с.783]. Оптимальною структурою капіталу виступає та, при якій досягається максимальний рівень чистого прибутку на акцію при мінімальному ризику перетворення прибутку до сплати відсотків і податків (ЕВІТ) у чистий прибуток на одну акцію (EPS). Ситуація, коли рівень чистого прибутку на акцію досягається при мінімальному фінансовому ризику, характеризується досягненням точки байдужості, в якій значення ЕВІТ відповідає максимальному значенню EPS при мінімальному значенні фінансового ризику, тобто чистий прибуток на акцію однаковий для варіанту, як з залученням позикових коштів, так і без нього, при використанні тільки власних коштів. Якщо підприємство буде нарощувати чистий прибуток на акцію за рахунок додаткового залучення виключно власних коштів, зростає виробничий ризик. З іншого боку, можна нарощувати розмір чистого прибутку на акцію, залучаючи додатково капітал за рахунок власних і позикових коштів в певних пропорціях. Перевага методу полягає в тому, що в якості незалежної величини використовується показник

операційного прибутку (ЕВІТ), який не залежить від структури капіталу підприємства. Головними недоліками методу є: по-перше, те, що він розглядає альтернативні варіанти фінансування, не допускаючи їх комбінації; по-друге, те, що в методі максимізується значення EPS, а не ринкова вартість підприємства.

Розгляд та аналіз зазначених підходів формування структури капіталу на основі критерію фінансової рентабельності дозволяє виявити ряд недоліків, які обмежують їх застосування на практиці: відсутній поділ позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; не аналізуються внутрішня структура власного та позикового капіталу; не враховується вартість власного капіталу.

2. Модель оптимізації структури капіталу за критерієм вартості капіталу.

Оптимальною називається така структура капіталу, за якої досягається максимальна вартість корпорації на фінансовому ринку за мінімальної ціни капіталу. Не може бути загальних рекомендацій для досягнення оптимізації в структурі капіталу. Кожна корпорація прагне до ідеалу. Але в умовах ризику і невизначеності він, очевидно, недосяжний, або ідеальне співвідношення з'являється на якийсь певний період. Проте фінансові менеджери завжди будуть прагнути залучити капітал за нижчою ціною і намагатися підвищити курс корпоративних цінних паперів на фінансовому ринку.

Для визначення оптимальної структури капіталу використовується формула середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital — WACC) [18].

$$WACC = \frac{D}{V} (D * R_d)(1 - T) + \frac{E}{V} (R_e)$$

де $\frac{D}{V}$ — коефіцієнт боргу (боргового навантаження на капітал корпорації); $\frac{E}{V}$ — частка власного капіталу у капіталі корпорації; R_d — процентна ставка за боргом; R_e — вартість акціонерного капіталу; T — податкова ставка.

Формула використовується для визначення оптимізації структури капіталу в тих випадках, коли до складу капіталу корпорації вводиться борг. У випадку, коли джерела формування капіталу диференційовані (наприклад, фінансування проекту здійснюється за рахунок випуску нових акцій, боргових зобов'язань, нерозподіленого прибутку й інших джерел) — коефіцієнт WACC набуває вигляду:

$$WACC = \sum_{i=1} W_i R_i$$

де W_i — питома вага джерела у формуванні структури капіталу; R_i — процентна ставка за джерелом.

Метод широко застосовується для визначення джерела фінансування капітальних вкладень, в основному в реальний капітал. У даному випадку визначається ефективність майбутніх капітальних вкладень. Завдання фінансових менеджерів полягатиме в тому, щоб сформуванню такої структури джерел, яка забезпечувала б мінімальні витрати, тобто мінімальний процент за залученим капіталом.

3. Модель оптимізації структури капіталу за критерієм рівня фінансових ризиків.

Модель передбачає диференційований вибір джерел фінансування різних складових активів компанії. При її застосуванні всі активи компанії розподіляються на три групи:

1) необоротні активи;

2) постійна частина оборотних активів, яка є незмінною частиною сукупного розміру оборотних активів, що не залежить від сезонних та інших коливань обсягу операційної діяльності, не пов'язана з формуванням запасів сезонного зберігання, дострокового завезення та цільового призначення. Іншими словами, вона розглядається як незнижуваний мінімум оборотних активів, необхідний компанії для здійснення поточної операційної діяльності;

3) змінна частина оборотних активів пов'язана із сезонним зростанням обсягу реалізації продукції, необхідністю формування в окремі періоди діяльності компанії товарних запасів сезонного зберігання, дострокового завезення й цільового призначення. У складі цієї змінної частини оборотних активів виокремлюють максимальну і середню потребу в них.

В економічній літературі виокремлюють три підходи до фінансування груп активів створеного підприємства, подані на рисунку 1.

Склад активів підприємства	Консервативний підхід	Компромісний підхід	Агресивний підхід
Змінна частина оборотних активів	КПК	КПК	КПК
Постійна частина оборотних активів	ДПК+ВК	ДПК+ВК	— —
Необоротні активи			ДПК+ВК

Рис. 1. Підходи до фінансування активів створеного підприємства

При цьому КПК – короткостроковий позиковий капітал; ДПК – довгостроковий позиковий капітал; ВК – власний капітал. Залежно від поглядів засновників створеного підприємства обирається варіант фінансування активів. Цей метод, на нашу думку, дозволяє врахувати особливості кожного підприємства та погляди засновників.

Оптимальна структура капіталу буде залежати від обраної політики фінансування активів, яка включає:

а) консервативний підхід до фінансування активів - припускає, що за рахунок власного й довгострокового позикового капіталу мають фінансуватися необоротні активи, постійна частина оборотних активів і половина змінної частини оборотних активів. Друга половина змінної частини оборотних активів має фінансуватися за рахунок короткострокового позикового капіталу. Така модель фінансування активів забезпечує високий рівень фінансової стабільності компанії у процесі його розвитку;

б) помірний (або компромісний) підхід до фінансування активів припускає, що за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу мають фінансуватися необоротні активи й постійна частина оборотних активів, в той час як за рахунок короткострокового позикового капіталу - весь обсяг змінної частини оборотних активів. Така модель фінансування активів забезпечує прийнятний рівень фінансової стабільності компанії;

в) агресивний підхід до фінансування активів припускає, що за рахунок власного й довгострокового позикового капіталу мають фінансуватися тільки необоротні активи, тоді як всі оборотні активи мають фінансуватися за рахунок короткострокового позикового капіталу (за принципом: поточні активи мають відповідати поточним зобов'язанням). Така модель фінансування активів створює серйозні проблеми в забезпеченні платоспроможності й фінансової стабільності компанії, хоча дає змогу здійснювати операційну діяльність із мінімальною потребою у власному капіталі.

Залежно від ставлення до фінансових ризиків власники або менеджери компанії обирають один із розглянутих варіантів фінансування активів.

Висвітлені моделі оптимізації структури капіталу (таблиця 4) дозволяють суттєво оптимізувати структуру капіталу та отримати ефект від використання кредитів. Розглянуті методи дають можливість врахувати різні критерії оптимізації структури капіталу і приймати обґрунтовані управлінські рішення щодо фінансової політики компанії.

Існуючі методи оптимізації структури капіталу є неефективними, оскільки до уваги беруть лише один показник, у той час, як необхідно враховувати комплекс показників, які відображають результати діяльності компанії.

Метод оптимізації цільової структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності дає можливість знайти лише оптимальну величину ефекту фінансового важеля. Якщо використовувати тільки його, то аспект достатності власних засобів для нормального функціонування компанії – її платоспроможність – може бути неприпустимо заниженою.

До підвищення фінансових ризиків призводить також і мінімізація середньозваженої вартості капіталу. Як і в попередньому методі, передбачається зростання питомої ваги позикових коштів, вартість яких переважно нижча за вартість власного капіталу. На противагу цим двом методам мінімізація рівня фінансових ризиків має на меті підвищення фінансової стійкості компанії і незалежності від зовнішніх джерел фінансування, але не створює передумов для подальшого розвитку.

Таким чином, кожна методика оптимізації структури капіталу потребує подальшого дослідження й удосконалення, оскільки результати аналізу можуть давати суперечливі дані.

Таблиця 4.

Порівняння методів визначення оптимальної структури капіталу корпорації

Метод	Сутність	Розрахунок	Переваги	Недоліки
-------	----------	------------	----------	----------

За критерієм максимізації прогнозованої фінансової рентабельності	Базується на розрахунку ефекту фінансового левериджу: компанія зацікавлена в зростанні рентабельності активів і рентабельності власного капіталу	$EFL = (1 - SPp) * (KBPp - BKp) * \frac{PK}{BK}$	Дозволяє рахувати зростання вартості власного капіталу, визначити фінансову стійкість та ступінь фінансового ризику, використовується для визначення сукупного ризику підприємства.	На основі даного методу неможливо визначити співвідношення власного і позичкового капіталу.
За критерієм мінімізації вартості капіталу	Заснований на попередній оцінці вартості власного та позичкового капіталу при різних умовах його залучення	$WACC = \sum_{i=1} W_i R_i$ $WACC = \frac{D}{V} (D * R_d) * (1 - T) + \frac{E}{V} (R_e)$	Дозволяє вибрати найдешевше співвідношення між джерелами фінансування компанії	У формулі WACC не відображені галузеві і інші види ризиків. Складність при розрахунку WACC полягає в розрахунку ціни одиниці капіталу, одержаного з конкретного джерела фінансування.
За критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків	Заснований на диференційованому виборі джерел фінансування складових частин активів компанії, в залежності від власного ставлення засновників та менеджменту до фінансових ризиків	Всі активи: необоротні і оборотні (постійні і змінні)	Дозволяє оптимізувати джерела фінансування капіталу компанії, визначити політику фінансування активів, визначити співвідношення між джерелами фінансування капіталу	Застосовується для визначення співвідношення лише між постійними джерелами фінансування (оборотними і необоротними активами), не розкриває співвідношення між власним і позичковим капіталом

Основними недоліками розглянутих однокритеріальних методів регулювання структури капіталу є те, що вони враховують обмежену кількість факторів. В сучасній науці не припиняються спроби знайти найбільш ефективний метод оптимізації щодо досягнення оптимальності співвідношення структурних елементів капіталу підприємств, які ґрунтуються на додержанні вимог відразу декількох критеріїв оптимізації.

Деякі з науковців вважають за необхідне максимізацію рівня рентабельності поряд з рівнем фінансової стійкості [8, 12 с. 165], однак, враховуючи протилежність наслідків використання цих методів, забезпечення найбільш ефективної пропорційності між ними є майже недосяжним у практичній площині. Інша група економістів пропонує послідовне використання усіх трьох методів і формування показника цільової структури капіталу з урахуванням їх граничних значень [14, с. 205], що також є трудомістким процесом і не дає однозначної відповіді. Існують також думки з приводу доповнення зазначених методів показниками кредитоспроможності і платоспроможності, левериджу в майновій структурі капіталу [6, с. 74]. Є спроби розробки комплексного інтегрального показника цільової структури капіталу з урахуванням галузевої приналежності підприємства [4, с.108].

Найбільш раціональним, щодо досягнення оптимального співвідношення структурних елементів капіталу компанії, може бути метод, в основі якого відбувається одночасна максимізація зростання рентабельності власного капіталу і рівня фінансової стійкості. Тобто за цим підходом будуть конкретизовані послідовні кроки формування оптимальної структури капіталу за критерієм збереження або забезпечення фінансової стійкості компанії, а також здійснюватимуться прогнозні розрахунки рентабельності власного капіталу компанії.

Також у процесі оптимізації структури капіталу доцільним є використання виробничо-фінансового левериджу, який синтезує такі показники як розмір виручки, виробничі і фінансові видатки, а також чистий прибуток.

Практичне значення такого підходу полягає в тому, що на основі одночасного урахування виробничих і фінансових ризиків компанії, а також індивідуальних особливостей його діяльності, існує можливість цілеспрямованого управління структурою капіталу задля забезпечення його фінансової безпеки.

ВИСНОВКИ

Завданням успішного розвитку підприємств виступає якісне управління їх капіталом. При цьому обґрунтування його оптимальної величини відповідно до обсягу, структури і змісту виробничої діяльності, вибір раціонального способу його нарощування, урахування вартості і ризиків забезпечує стійкий розвиток підприємства. Ефективність управління капіталом значною мірою залежить від вибору методів та методичних підходів до оптимізації та формуванні структури капіталу. Ці методи можна диференціювати в залежності від підходу до оптимізації на наступні групи: нормативно-коефіцієнтні, однокритеріальні, багатокритеріальні. В плані практичного впровадження та отримання достовірних даних для регулювання структури капіталу найбільш придатними є нормативно-коефіцієнтні методи та багатокритеріальні методи, які ґрунтуються на розрахунку комплексного інтегрального показника.

Отже, дослідження методів регулювання та оптимізації структури капіталу дало змогу зробити такі висновки:

1. Оптимізація структури капіталу – це важливий етап стратегічного аналізу капіталу, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю власного капіталу корпорації та вартістю коштів, залучених на основі повернення їх у майбутньому, що залучаються на основі їх повернення, за якого досягається максимальна ефективність діяльності компанії.

2. У процесі оптимізації структури капіталу необхідно враховувати кінцевий результат діяльності компанії, тобто фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування.

3. Оптимальне співвідношення між власним і позичковим капіталом визначається для кожного компанії індивідуально в залежності від її особливостей.

4. Під час розрахунку оптимального співвідношення власного та позичкового капіталу необхідно враховувати не тільки вже відпрацьовані методи оптимізації структури капіталу, але й показники резерву капіталу, рентабельності капіталу та кредитоспроможності компанії.

6. Фінансовий леверидж виникає у разі використання компаніями позикових засобів фінансування, плата за які постійна. Фінансовий леверидж має місце, коли компанія залучає позичковий капітал. Іншими словами, за рахунок позичкового капіталу компанія підвищує ефективність використання власного капіталу. Високий фінансовий леверидж вказує на високий рівень ризику, що може призвести до банкрутства компанії.

7. Найбільш раціональним щодо досягнення оптимального співвідношення структурних елементів капіталу компанії може бути метод, в основі якого відбувається одночасна максимізація зростання рентабельності власного капіталу і рівня фінансової стійкості. Мають бути конкретизовані послідовні кроки формування оптимальної структури капіталу за критерієм забезпечення фінансової стійкості компанії, прогнозованої рентабельності власного капіталу.

Список використаної літератури

1. Бланк И. А. Финансовый менеджмент / И. А. Бланк — 2-е изд., перераб. и доп. — К.: Эльга, Ника-Центр, 2007. — 521 с.
2. Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент: 10-е изд. // Ю. Бригхэм, М. Эрхардт. — СПб.: 2009. — 960 с.
3. Ван Хорн Дж. Основы финансового менеджмента / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович мл.; [пер. с англ.] — 12 изд. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. — С. 1232.
4. Івко А.В. Комплексний показник оптимальної цільової структури капіталу підприємства / А.В. Івко // Європейський вектор економічного розвитку. — 2011. — №2 (11). — С. 105-110.
5. Калініченко З. Д. Використання методу левериджу в управлінні структурою прибутку й капіталу/Калініченко З.Д. //Економічний аналіз. — 2008. — №2(18). — С. 212-214.
6. Квасницька Р.С. Інструментарій та методи оптимізації цільової структури капіталу підприємства / Р.С. Квасницька // Економіст. — 2005. — № 5. — С. 73-75.
7. Коваленко Л.О. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. / Л.О. Коваленко, Л.М. Ремньова—2-ге вид. перероб і доп. — К. Знання, 2005 — 485 с.
8. Косгірко Л. А. Фінансовий механізм сталого розвитку підприємств: стратегічні орієнтири, системи забезпечення, адаптація: монографія / Л.А. Косгірко — Луганськ: Вид-во «Ноулідж», 2012. — 474 с.
9. Макаренко М.І. Сутнісно-структурна визначеність механізму регулювання державного боргу / М.І. Макаренко, В.Ю. Дудченко //Вісник СумДУ — 2006. — №7 (91). — С. 68-75.
10. Подольська, В. О. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / В. О. Подольська, О.В. Ярш. — К. : Центр навч. л-ри, 2007. — 488 с.
11. Райзберг Б.А. Современныйэкономическийсловарь/Б.А. Райзберг, ЛНН. Лозовский, Е.Б. Стародубцева — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2007. — 495 с.
12. Семенов Г.А. Оптимізація структури капіталу підприємства / Г.А. Семенов, А.В. Пелешко // Держава та регіони. — 2010. — №4. — С. 164-169.

13. Теплова Т.В. Корпоративные финансы / Т.В. Теплова. — М.: Издательство Юрайт, 2013. — 655

14. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання/ О.О. Терещенко. — К.: КНЕУ — 2003, —554 с.

References

1. Blank, Y. A. (2007), *Fynansovyy menedzhment* [Finance management], 2nd ed, El'ha, Nyka-Tsentr, Kyiv, Ukraine.

2. Bryhkhem, Yu. and Erkhhardt, M. (2009), *Fynansovyy menedzhment* [Finance management], 10th ed, SPb., Russia.

3. Khorn, Van Dzh. (2008), *Osnovy fynansovoho menedzhmenta* [Fundamentals of Financial Management], 12th ed., Y.D. Vyl'iams, SPb., Russia.

4. Ivko, A.V. (2011), “Complex measure of optimal capital structure”, *Yevropejs'kyj vektor ekonomichnoho rozvytku*, vol. 2 (11), pp.105-110.

5. Kalinichenko, Z. D. (2008), “Using leverage method in managing earnings and capital structure”, *Ekonomichnyj analiz*, vol. 2(18), pp. 212-214.

6. Kvasnyts'ka, P. C. (2005), “Instruments and methods of optimizing target capital structure”, *Ekonomist*, vol. 5, pp. 73-75.

7. Kovalenko, L.O. (2005), *Finansovyy menedzhment* [Financial management], Znannia, Kyiv, Ukraine.

8. Koshyrko, L. A. (2012), *Finansovyy mekhanizm staloho rozvytku pidpriemstv: stratehichni oriientyry, systemy zabezpechennia, adaptatsiia: monohrafiia* [The mechanism of the stable development financial strategy of an enterprise: methodology and organization], Noulidzh, Luhans'k, Ukraine.

9. Makarenko, M. I. (2006), “Defining structural predetermination of state debt regulation mechanism”, *Visnyk SumDU*, vol. 7 (91), pp. 68-75.

10. Podol's'ka, V. O. (2007), *Finansovyy analiz* [Financial analysis], Tsentr navch., Kyiv, Ukraine.

11. Rajzberh, B.A. (2007), *Sovremennyj ekonomicheskyj slovar'* [Modern Economical Dictionary], 5th ed., YNFRA-M, Moscow, Russia.

12. Semenov, H. A. and Peleshko, A.V. (2010), “Optimizing capital structure of a company”, *Derzhava ta rehiony*, vol. 4, pp. 164-169.

13. Teplova, T.V. (2013), *Korporativnye fynansy* [Corporate finance], Yzdatel'stvo Yurajt, Moscow, Russia.

14. Tereshchenko, O.O. (2003), *Finansova diial'nist' sub'iektiv hospodariuvannia* [Financial activity entities], KNEU, Kyiv, Ukraine.

Стаття надійшла до редакції 02.04.2014 р.



(<http://www.poligrafua.net/>)

bigmir)net

1539

409

(<http://www.bigmir.net/>) Бропу

ТОВ "ДКС Центр"