

4. Голян В.А. Проблеми формування інституціонального середовища національної економіки в умовах ринкових відносин / В.А. Голян // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 5 ( 9). – С. 4–11.
5. Губський Б.В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі / Губський Б.В. – К. : Наук.думка, 1998. – 390 с.
6. Дорогунцов С. Інвестиційне забезпечення відтворення основного капіталу в регіонах України / С. Дорогунцов, А. Федорищева // Регіональна економіка. – 2004. – № 3. – С. 159–171 .
7. Лемішко О.О. Інвестиції в основний капітал та їх вплив на економіку України / О.О. Лемішко // 2007 – № 7 . – С. 46–61.
8. Мортіков В.В. Інвестиції і зовнішні ефекти / В.В. Мортіков // Фінанси України. – 2007 . – № 2. – С. 120–126.
9. Кузьмін О. Нова парадигма оцінки інвестиційної привабливості районів: від конкретного до загального / О. Кузьмін, І. Комарницький // Регіональна економіка. – 2002. – № 4. – С. 36–43.
10. Про затвердження Державної стратегії регіонального розвитку на період до 2015 року : постанова Кабінету Міністрів України від 21 липня 2006 року № 1001.
11. Про інвестиційну діяльність : закон України від 18 вересня 1991 р. № 1561 // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 47. – С. 646
12. Про іноземні інвестиції : закон України від 3 березня 99 р. № 98 // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 26. – С. 34 .
13. Про концепції регулювання інвестиційної діяльності в умовах ринкової трансформації економіки : Постанова Кабінету Міністрів України від 1 червня 1995 р. № 384 // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 1995. – № 2. – С. 34.

Надійшла 12.10.2011

УДК 336.64

С. М. МАЦЕРА

Вінницький кооперативний інститут

## ОПТИМАЛЬНІСТЬ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА ЯК ЗАПОРУКА ЙОГО ФІНАНСОВОЇ СТІЙКОСТІ

*У статті розглядаються ключові позиції відомих теорій структури капіталу, досліджуються питання формування оптимальної структури капіталу. Зазначено, що фінансові менеджери повинні формувати оптимальну структуру капіталу з метою збільшення ринкової вартості підприємства.*

*The article contains researches the different theories of capital structure and raise a question of creation the optimal capital structure. Indicated that the financial managers ought to form the optimal capital structure in order to increase the market value of company.*

*Ключові слова: структура капіталу, моделі оптимальної структури, теорії структури капіталу, власний капітал, залучений капітал, ринкова вартість підприємства, середньозважена вартість капіталу.*

**Постановка проблеми.** Капітал підприємства є головним вимірником його ринкової вартості. Структура капіталу формує підґрунття для вибору низки стратегічних напрямків фінансового розвитку підприємства і сприяє зростанню його ринкової вартості. Формування та підтримка оптимальної структури капіталу має особливе значення, так як забезпечує поступальне зростання капіталізації підприємства та надає можливість задовольнити його перспективні цілі.

Аналіз останніх досліджень і публікацій засвідчує, що питання оптимальної структури капіталу підприємства досліджують такі вітчизняні та зарубіжні вчені, як І.Бланк, А.Гриценко, В.Гесць, В.Столяров, О.Петровська, І.Яремко, В.Ковальов, Дж.Гітман та інші науковці.

Найвідомішими теоріями капіталу в економічній літературі є теорія компромісних рішень (модифікований варіант теореми Модільяні-Міллера) та модель субординації джерел фінансування із чіткою ієрархією напрямків залучення коштів. Ці концепції відносять до концепцій «правої частини балансу», оскільки автори визнають вплив структури капіталу на його вартість. Американський економіст М.Пінегар належить до опозиційного теоретико-практичного напрямку – прихильників концепції «лівої частини балансу».

Мета дослідження – проаналізувати відомі теорії структури капіталу і з'ясувати критерій оптимальності структури капіталу.

**Основні результати дослідження.** Серед теоретичних основ управління формуванням капіталу однією з базових є теорія його структури. Це пов'язано з тим, що теоретична концепція структури капіталу формує підґрунття для вибору низки стратегічних напрямків фінансового розвитку підприємства, що забезпечує зростання його ринкової вартості. Поняття «структура капіталу» носить дискусійний характер і тому потребує чіткого трактування.

Дослідження природи капіталу підтвердили, що в економічній літературі немає єдиного визначення

поняття “структура капіталу”. Загалом під структурою капіталу розуміють співвідношення власного і залученого капіталу компанії. На думку М.Шеремета, структура капіталу – це термін, який характеризує складові частини фінансових ресурсів підприємства [6, с. 332]. Класичні теорії структури капіталу ґрунтуються на вивченні співвідношення в складі капіталу питомої ваги емітованих акцій (власного капіталу) та облігацій (залученого капіталу). Сучасні ж економісти під “структурою капіталу” розуміють усі види власного та залученого капіталу підприємства. До власного капіталу, зокрема, відносять окрім початкового капіталу (акціонерного, пайового, статутного), усю нагромаджену його частину у вигляді сформованих різноманітних фондів і резервів, а також суму нерозподіленого прибутку, а до позикового капіталу – всі можливі форми його залучення: банківський та комерційний кредит, фінансовий лізинг, внутрішню кредиторську заборгованість тощо.

На думку українського економіста І.Бланка, структура капіталу являє собою співвідношення всіх форм власних і залучених фінансових ресурсів, які використовуються підприємством в процесі своєї господарської діяльності для фінансування активів [1, с. 45]. Іноземні вчені Е.Нікбахт та А.Гроппеллі вважають, що структура капіталу – це складова фінансів фірми, яка зафіксована у правій частині балансу, де показано основні джерела коштів, залучених для фінансування [4, с. 169]. Надалі автори обмежуються дослідженням впливу довгострокових боргів і звичайних акцій на структуру капіталу та зазначають, що фірма повинна підтримувати певний баланс між заборгованістю і власним капіталом. Цікавим є той факт, що надмір боргів може підвищити ризик фірми, що в певних умовах може призвести до втрати ними фінансової стійкості і навіть до банкрутства. Власний капітал фірми, яка випускає акції, складається з: капіталу від продажу привілейованих акцій за номіналом; капіталу від продажу звичайних акцій за номіналом; капіталу від продажу акцій понад номінал; нерозподілених прибутків [4, с. 169].

Слід зауважити, що поштовхом до розвитку теорії структури капіталу стала гіпотеза, висунута американськими економістами Ф. Модільяні та М. Міллером у 1958 р. (у літературі вона позначається М-М), відповідно до якої структура капіталу не впливає на його вартість. На їхню думку, вартість капіталу корпорації визначається виключно потоком її прибутку, який, у свою чергу, залежить від обсягу інвестицій. Дана концепція розглядає механізм формування структури капіталу та ринкової вартості компанії у тісному зв'язку з механізмом функціонування ринку капіталу в цілому. При цьому автори вводять декілька вагомих обмежень, а саме: ринок на всіх етапах свого функціонування є “досконалим” та ефективним; на ринку діє єдина для інвесторів та кредиторів безризикова ставка процента на вкладений або наданий у позику капітал; відсутня система оподаткування; не беруться до уваги ризики, пов'язані зі складом елементів використовуваного капіталу і ризики, які створюють потенційну загрозу банкрутства та ліквідації підприємства. Виходячи з цих базових умов М-М довели, що ціна капіталу завжди вирівнюється шляхом переливання капіталу за рахунок кредитів, наданих фізичним особам, а ринкова вартість підприємства (і відповідно середньозважена вартість використовуваного ними капіталу) залежить тільки від сумарної вартості його активів і не залежить від складу елементів капіталу, авансованого в ці активи.

З часу свого заснування ця теорія зазнала чимало критики і змін. Так, вона не враховує ефективності залучення зовнішнього капіталу шляхом випуску довгострокових фінансових зобов'язань у період заниженої вартості акцій даного підприємства. При наявності достовірної інформації, дана теорія також не враховує можливості приймати більш правильні стратегічні рішення щодо структури капіталу [6, с. 332].

Опоненти теорії М-М вважають, що оптимізувати структуру капіталу можна шляхом врахування вартості окремих його елементів. Вихідною теоретичною передумовою цієї традиційної концепції є твердження про те, що вартість власного капіталу підприємства завжди вища від вартості залученого капіталу. Під вартістю капіталу розуміють очікувану норму дохідності, яку вимагає ринок для того, щоб залучати капітал для окремих інвестицій [8, с. 3]. Прихильники цієї концепції виходять з того, що рівень дохідності та ризику використання власного капіталу відрізняється від ступеня ризику та розміру одержаного доходу від використання залученого капіталу. Дохідність залученого капіталу можна легко визначити, тоді як величина дохідності власного капіталу залежить в основному від успішної реалізації фінансово-господарської діяльності підприємства та одержаних фінансових результатів. Слід також зауважити, що у випадку банкрутства підприємства законодавством більшості країн, в т.ч. і України, визначено переважне право на задоволення претензій кредиторів порівняно з правом задоволення претензій власників (акціонерів).

Загалом зростання питомої ваги залученого капіталу в структурі капіталу завжди призводить до зниження показника середньозваженої вартості капіталу підприємства, а відповідно і до росту ринкової вартості підприємства. Практичне використання цієї концепції спонукає підприємства до максимізації використання залученого капіталу у своїй господарській діяльності, однак, слід пам'ятати, що в окремих випадках це може спричинити втрату фінансової стійкості.

З метою отримання вищих фінансових результатів керівництво підприємства може істотно впливати на структуру капіталу, вдаючись до збільшення боргових зобов'язань, тобто, використовуючи ефект фінансового левериджу. Окремі дослідники вважають, що до певної межі фінансування за рахунок боргів вигідне фірмі, бо забезпечує фінансовий леверидж, який визначається співвідношенням між доходом

до вирахування процентів за позику і податків та доходом на акцію [4, с. 169]. На практиці такі кроки вищого керівництва призводять, як правило, до зростання ринкової ціни акції. І навпаки, якщо необхідні кошти залучаються шляхом додаткової емісії акцій, то ринок негативно реагує на такі дії і ціни на акції знижуються.

Модель структури капіталу М-М демонструє: якщо ринкова вартість залученого капіталу корпорації підвищується внаслідок фінансового левериджу корпорації, то відповідно на цю ж суму знижується ринкова вартість оплаченого капіталу [5, с. 181]. Під оплаченим капіталом тут розуміється акціонерний капітал, а чим більшу заборгованість порівняно до власного капіталу має фірма, тим вищий її фінансовий леверидж.

На думку російського економіста В.Ковалева, фінансовий леверидж – потенційна можливість впливати на прибуток підприємства шляхом зміни обсягу і структури довгострокових пасивів [2, с. 299]. Переваги фінансового левериджу зникають у фірм, які мають у структурі капіталу занадто високу частку боргів, оскільки велика їх частка посилює ризик і підвищує потенційну загрозу неплатоспроможності.

Прихильники компромісної концепції структури капіталу, зокрема, М.Мілер, Р.Масюліс, Х.Де-Анджело, Дж.Уорнер та деякі інші виходять з того, що структура капіталу формується під впливом кількох суперечливих умов, які визначають співвідношення рівня дохідності та ризику використання капіталу компанії. Дана концепція ґрунтується на таких основних положеннях:

- використання позикового капіталу передбачає вирахування з бази оподаткування витрат з обслуговування боргу, що робить його дешевшим порівняно з вартістю власного капіталу;
- оцінюючи вартість окремих елементів капіталу, необхідно враховувати ризик банкрутства підприємства, пов'язаний з недосконалою структурою капіталу, що формується;
- до вартості окремих елементів залученого капіталу включають “операційні витрати” (витрати на його формування).

Ці та інші чинники створюють певне співвідношення рівня дохідності та ризику використання капіталу підприємства при різній його структурі. Рівень дохідності використовуваного капіталу формує показник середньозваженої його вартості, враховуючи операційні витрати із залучення на ринку капіталу окремих його елементів. Рівень ризику демонструє показник питомої ваги залученого капіталу в загальній його величині.

Вивчаючи теорії структури капіталу, варто зупинитися на основних положеннях концепції Г.Дональдсона, яка одержала назву «субординації джерел» [5, с. 184]. На його думку, фірми повинні передусім використовувати власні джерела – нерозподілений прибуток та амортизаційні відрахування, оскільки зовнішні джерела фінансування є дорожчими. Інвестори, виходячи з принципу мінімізації ризику, завжди надають перевагу поточним дивідендам над майбутніми (відоме прислів'я «Краще синиця в руках, ніж журавель в небі»), так само як і можливому приросту акціонерного капіталу; їх також задовольняє менша норма доходу на інвестований капітал, що веде до зростання ринкової вартості акціонерного капіталу. Якщо ж залучення зовнішніх коштів є неминучим, Г.Дональдсон надає перевагу спочатку банківським кредитам, потім емісії конвертованих облігацій, і насамкінець – додатковому випуску акцій.

Якщо відкинути припущення моделі Модільяні-Міллера про повну довіру між інвесторами та менеджерами підприємства і припустити, що на ринку капіталу існує асиметрія інформації, можна отримати висновок про релевантність структури капіталу для формування вартості підприємства. Зокрема, ідеться про так звану інсайдерську перевагу, що належить менеджменту підприємства, котрий володіє більшою кількістю інформації порівняно з іншими суб'єктами, що діють на ринку капіталу [9]. З огляду на те, що потенційним інвесторам відомо про нерівномірний розподіл інформації, зростає вартість залучення акціонерного капіталу, а це, залежно від структури капіталу, впливає на вартість підприємства загалом.

З іншого боку, враховуючи витрати, пов'язані із ризиком банкрутства, керівництво підприємства буде обмежувати залучення боргових коштів. Автор цієї концепції С.Маєрс заклав основи нового напрямку у розвитку теорії капіталу.

Фундатори концепції протиріччя інтересів формування структури капіталу вважають, що існує відмінність інтересів та рівня інформованості власників, інвесторів, кредиторів і менеджерів у процесі управління ефективністю його використання. Автори окремих теоретичних положень цієї концепції – М.Гордон, У.Меклінг, М.Дженсен, Д.Галей, Р.Мазулис, С.Майєрс та інші – не змінюючи принципово суті компромісної концепції, дозволили суттєво розширити область її практичного використання за рахунок дослідження окремих чинників. Зокрема, на думку С.Майєрса, «субординація джерел» відвертала адміністрацію корпорації від досягнення головної мети – оптимізації капітальної вартості. Процес прийняття рішень концентрується на показниках нерозподіленого прибутку (верхня планка) і випуску нових облігацій (нижня) [5, с. 184].

До концепції протиріч інтересів формування структури капіталу підприємства входять такі основні теорії, як теорії асиметричної інформації, сигналів, моніторингових витрат та інші. Прихильники теорії асиметричної інформації вважають, що ринок капіталу є недосконалим навіть у найбільш економічно розвинутих країнах. У процесі функціонування ринок акумулює різноманітну інформацію, яка, зазвичай, є неповною, неадекватною та асиметричною. Це зумовлює викривлену інформованість усіх учасників

ринкових відносин, особливо щодо майбутнього рівня дохідності та ризику, а, відповідно, і оптимізації структури капіталу. Асиметричність інформації торкається таких учасників ринку, як інвестори, кредитори та менеджери підприємства. Найповнішою інформацією володіють працівники підприємства, його керівний персонал, тоді як усі інші зацікавлені особи потерпають від нестачі неповної та недостовірної інформації про ситуацію на ринку.

Логічним продовженням цієї теорії є «сигнальна теорія», сутність якої полягає у реагуванні ринку у формі певних сигналів на інвесторів та кредиторів. Різного роду сигнали повідомляють про поведінку менеджерів підприємства і стосуються перспектив його розвитку. Так, у випадку позитивних очікувань, тобто успішного розвитку підприємства, менеджери намагатимуться оптимізувати структуру капіталу за рахунок позикових коштів. Передбачуваний додатковий дохід сприятиме зростанню ринкової вартості підприємства і зацікавить потенційних інвесторів.

Наступним кроком у розвитку теорій структури капіталу є поява теорії моніторингових витрат. Особливістю цієї теорії є те, що вона ґрунтується на розбіжностях стосовно інформованості власників і кредиторів підприємства та відмінних особистих інтересах. Надаючи кошти в позику, кредитори намагаються завищити відсоткову ставку, обґрунтовуючи це високими витратами на проведення власного контролювання. Такий контроль стосується цільового використання позичених коштів, тому чим більшою є частка залучених коштів, тим вищим є рівень моніторингових витрат.

На противагу теорії моніторингових витрат постає альтернативна концепція, сутність якої полягає в тому, що всі учасники ринку володіють однаковою інформацією. У такому випадку за поведінкою менеджерів та прийнятими ними рішеннями стежать зацікавлені особи – потенційні інвестори. При успішній реалізації того чи іншого рішення ринкова ціна акції зростає, і навпаки, неефективні управлінські рішення призводять не лише до падіння ціни акції, а й до зниження ринкової вартості підприємства.

Багаточисельні дослідження підтвердили таку закономірність: із розширенням інвестиційних можливостей та збільшенням дивідендних виплат, зростає ринкова ціна акції компанії. Така ж тенденція спостерігається і щодо додаткової емісії акцій, до якої управлінці вдаються, розраховуючи на зростання ринкової ціни.

Загальновідомо, структура капіталу представлена у правій частині балансу підприємства, і складається з власного капіталу та довго-, короткотермінових пасивів і внутрішньої кредиторської заборгованості. Ціна (вартість) кожного з цих джерел змінюється, причому різними темпами, залежно від його частки у структурі капіталу. На практиці доведено, що зі зростанням частки позикових коштів у загальній структурі довгострокових пасивів, ціна власного капіталу збільшується випереджаючими темпами, тоді як вартість позикового капіталу залишається якийсь час незмінною, а лише потім починає зростати.

Вартість власного капіталу є вищою за ціну позикового, а структура капіталу, за якої середньозважена вартість капіталу є найнижчою, а вартість підприємства – найвищою, вважається оптимальною структурою капіталу підприємства. Середньозважена вартість капіталу обчислюється як середньоарифметична зважена вартість окремих його елементів, а розмір питомої частки, або «ваги» кожної складової визначається її часткою у загальній структурі капіталу.

Оптимальною називається така структура капіталу, за якої досягається максимальна вартість корпорації на фінансовому ринку за мінімальної ціни капіталу. Не може бути якихось 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 [5].

Рішення менеджменту компанії відносно вибору джерел фінансування формується під впливом низки об'єктивних і суб'єктивних чинників, які лягли в основу методів оптимізації структури капіталу:

1) за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності, яка передбачає використання механізму фінансового левериджу;

2) за критерієм мінімізації його вартості, заснована на попередній оцінці вартості власного і залученого капіталу і багатоваріантних розрахунках середньозваженої вартості капіталу;

3) за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків, пов'язана з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових активів підприємства [7].

Як бачимо, в основі вищезазначених концепцій лежать суперечливі підходи стосовно можливої оптимізації структури капіталу компанії. Без сумніву, визначення оптимальної структури капіталу є одним з найважливіших питань управління фінансами підприємства. Актуальним і сьогодні залишається питання визначення критерію оптимізації структури капіталу підприємства.

Недоліками наведених вище методів є те, що вони враховують обмежену кількість чинників і протилежні за своєю спрямованістю. Так, позитивна дія ефекту фінансового левериджу має наслідком зростання прибутку, який додатково утворюється на власний капітал, проте одночасно призводить до погіршення фінансового стану, а саме порушення умов платоспроможності. До підвищення фінансових ризиків призводить також і мінімізація середньозваженої вартості капіталу, що, як і попередній метод,

передбачає зростання питомої ваги позикових коштів, вартість яких завжди нижча вартості власного капіталу. На противагу цим двом методам мінімізація рівня фінансових ризиків має на меті підвищення фінансової стійкості підприємства і незалежності від зовнішніх джерел фінансування, але не створює передумов для подальшого розвитку [3, с. 135].

На нашу думку, найважливішим критерієм оцінки ринкової вартості підприємства є показник середньозваженої вартості капіталу, оскільки зниження цього показника призводить до зростання ринкової вартості капіталу, і навпаки. Середньозважена вартість капіталу показує середню дохідність, якої очікують власники та кредитори, інвестуючи власні кошти в підприємство і залежить від структури капіталу, а також ціни залучення капіталу.

Такої позиції дотримуються представники традиційного підходу до питань формування оптимальної структури капіталу, тоді як прихильники теорії індивідуальної структури капіталу (на початку згадувані М-М) заперечують вплив структури капіталу на вартість капіталу підприємства.

**Висновки.** Отже, дослідження теорій структури капіталу дали підстави стверджувати, що при прийнятті фінансових рішень або розробці фінансової політики необхідно вибирати таку структуру капіталу, яка б за найнижчої ціни збільшувала ринкову вартість підприємства. Це, без сумніву, забезпечить зростання доходів підприємства, надійну виплату дивідендів акціонерам і зростання ринкової ціни акції.

### Література

1. Шеремета М. Аналіз структури власного капіталу підприємства та його вплив на прийняття фінансових рішень / М. Шеремета, Й. Шеремета // Економічний аналіз. – 2009. – Вип. 4. – С. 332–335.
2. Бланк И.А. Управление формированием капитала / Бланк И.А. – К. : “Ника-центр”, 2008. – 508 с.
3. Нікбахт Е. Фінанси / Е. Нікбахт, А. Гроппеллі ; [пер. з англ. В.Ф.Овсієнка та В.Я.Мусієнка]. – К. : Основи, 1993. – 383с.
4. S.P. Pratt, CFA, FASA, CBA Cost of capital. Estimation and Applications // John Wiley and Sons, Inc., 1998. – 226.
5. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В.М. Суторміна. – К.: КНЕУ, 2004. – 566с.
6. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / Ковалев В.В. – [2-е изд., перераб. и доп.]. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 512 с.
7. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure//Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3. – №. 4. – P. 305–360.
8. Яремко І.Й. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій: Монографія / І.Й. Яремко. – Львів: Каменяр, 2006. – 176 с.
9. Литовченко О.Ю., Макуха С.А. Оптимізація структури капіталу як складова стратегії забезпечення фінансової безпеки підприємства / О.Ю. Литовченко, С.А. Макуха // Вісник економіки транспорту і промисловості. – № 29. – 2010. – С. 134–136.

Надійшла 14.10.2011