

ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Розглянуто методичні підходи до визначення оптимальної структури капіталу підприємства.

Рассмотрены методические подходы к определению оптимальной структуры капитала предприятия.

Methodical approaches to the determination of optimal capital structure of the enterprise have been studied.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Ефективність діяльності підприємств визначається цілеспрямованим формуванням його капіталу, пов'язаного з пошуком джерел фінансування та визначення його оптимальної структури.

Структура капіталу визначає фінансові, операційні та інвестиційні аспекти діяльності підприємства та в значній мірі впливає на кінцеві результати його діяльності. Вона впливає на економічну та фінансову рентабельність, рівень фінансового ризику та формує співвідношення ступеня прибутковості та ризику в процесі розвитку підприємства, тобто може служити головним індикатором у разі забезпечення фінансової безпеки підприємства. При цьому необхідно відзначити, що правильність формування структурних показників капіталу підприємства є необхідною, але недостатньою умовою ефективного його функціонування, оскільки підприємства, що мають однакову структуру капіталу, можуть мати зовсім різний фінансово-економічний стан.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема знаходження найбільш прийняттого співвідношення між власними та залученими фінансовими ресурсами підприємства широко висвітлюється у працях як вітчизняних так і зарубіжних учених. Проте однозначного визначення «оптимальна структура капіталу підприємства» як категорії досі не існує, а тому різні автори трактують оптимальність структури капіталу диференційовано за певними критеріальними показниками.

Так, Є.Ф. Брігхем, О.С. Стоянова, Е. Нікхбахт, А. Гропеллі, В.Г. Белоліпецький, Г.Г. Кірейцев та ін. дають визначення оптимальної структури капіталу як певного співвідношення власного та залученого капіталу, яке призводить до максимізації вартості акцій підприємства. Тобто критерієм визначення оптимальності структури капіталу автори

визначають максимальну ціну акцій підприємства або, іншими словами, ринкову вартість його власного капіталу.

Дж.К. Шим, В.В. Ковальов, О.О. Терещенко та ін. як критерій оптимізації співвідношення власного та залученого капіталу виділяють вартість підприємства загалом. За твердженнями цих економістів, процес оптимізації структури капіталу підприємства в підсумку передбачає формування оптимального співвідношення різних джерел фінансування діяльності підприємства, за якого максимізується вартість самого підприємства. Тобто вони акцентують на оцінюванні середньозваженої вартості капіталу.

Деякі економісти акцентують свою увагу на критерії співвідношення рентабельності власного капіталу та фінансової стійкості підприємства. До цієї групи можна віднести таких науковців: І.О. Бланк, О.В. Павловська, Н.М. Притуляк, Л.О. Коваленко, П.М. Ремньова. На думку І.О. Бланка, оптимальна структура капіталу – це таке співвідношення використання власних і залучених джерел, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості, тобто максимізується його ринкова вартість.

Отже, така багатовекторність поглядів зумовлює необхідність подальших досліджень основних положень теорії оптимізації.

Мета та завдання статті. Метою статті є аналіз теоретико-методологічних засад теорії структури капіталу з урахуванням реалій розвитку вітчизняної економіки.

Виклад основного матеріалу дослідження. Пошук області оптимальних значень структури капіталу певного підприємства пов'язаний із двома різними підходами: якісним і кількісним аналізом оптимальної структури капіталу. Якісний аналіз структури капіталу конкретного підприємства припускає виділення зовнішніх і внутрішніх чинників, які обов'язково необхідно врахувати при розробленні та реалізації політики фінансування (таблиця).

Якщо провівши аналіз чинників визначено, що більша та вагоміша частина чинників сприяє залученню позикового капіталу більше норми, тобто значення коефіцієнта автономії становить менше 0,5, то це означає, що таке співвідношення буде найоптимальнішим для даного суб'єкта господарювання у визначений час. І навпаки, для підприємств, в яких сукупна дія зазначених чинників є негативною, нормативне значення коефіцієнту автономії повинно бути більше 0,5.

**Таблиця – Основні чинники формування
оптимальної структури капіталу**

№ з/п	Чинник	Характеристика
1	2	3
1	Галузеві особливості операційної діяльності підприємства	Підприємства з високим рівнем фондомісткості мають нижчий кредитний рейтинг і більше повинні розраховувати на власний капітал. Чим коротший період операційного циклу, тим більшою мірою можна використовувати позиковий капітал
2	Стадія життєвого циклу підприємства	На ранніх стадіях життєвого циклу підприємства можуть в більшому обсязі залучати позиковий капітал (хоч вартість його може бути вищою від середньоринкової, оскільки рівень фінансових ризиків вищий). На стадіях зрілості підприємствам доцільно більшу ставку робити на власний капітал
3	Кон'юнктура товарного ринку	За умов несприятливої кон'юнктури товарного ринку підприємствам доцільно зменшувати обсяг використання позикового капіталу
4	Кон'юнктура фінансового ринку	У разі зростання вартості позикового капіталу диференціал фінансового левериджу може набувати від'ємного значення. Зі зниженням цієї вартості знижується ефективність використання довготермінового позикового капіталу, отриманого раніше.
5	Прибутковість діяльності	За високого рівня рентабельності зростає кредитний рейтинг підприємства. Проте у цьому разі підприємство має змогу задовольнити потребу в додатковому капіталі внаслідок капіталізації більшої частини чистого прибутку
7	Ставлення кредиторів до підприємства	За фінансово-господарського становища підприємства, коли кредитори конкурують за право надати підприємству кредит, доцільно збільшувати обсяги позикових коштів. Збільшити частку позикового капіталу також можна у разі наявності позитивної кредитної історії підприємства

Продовження табл.

1	2	3
8	Рівень оподаткування прибутку	Чим нижчі ставки податку на прибуток, більше податкових пільг, тим меншою є різниця між використанням власного та позикового капіталу (ефект "податкового щита" при використанні позикового капіталу зменшується)
9	Фінансовий менталітет власників та менеджерів підприємства	Якщо власники та менеджери не схильні до високого рівня ризику, то вони обирають консервативний підхід до фінансування діяльності підприємства, тобто в основному за рахунок власного капіталу. За агресивного підходу позиковий капітал використовують в максимальному можливому обсязі. Для збереження фінансового контролю в управлінні підприємством (контрольного пакету акцій чи контрольного обсягу пайового внеску) доцільно формувати додатковий капітал за рахунок позикових коштів

Цей вид аналізу необхідно доповнити кількісними оцінками – фінансовими моделями, що дають змогу встановити оптимальне співвідношення позикового і власного капіталів для підприємства.

Основними методичними підходами до вирішення завдання оптимізації структури капіталу є:

1) метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності. Цей метод ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня фінансової рентабельності при різній структурі капіталу. Остання виражається через такий показник, як ефект фінансового важеля.

При застосуванні даного методичного підходу необхідно пам'ятати, що фінансовий леверидж – це використання підприємством позикового капіталу, яке впливає на зміну дохідності власного капіталу і дає йому можливість одержати додатковий прибуток на власний капітал.

Необхідно зазначити, що ефект фінансового левериджу може бути величиною як додатною, так і від'ємною. Крім того, цей ефект виникає завдяки використанню не лише платного кредиту, але і безоплатних позикових ресурсів (кредиторської заборгованості). І чим вищою є частка останніх у загальній сумі позикових коштів, тим вищим є значення ефекту фінансового левериджу.

Позитивний ефект фінансового левериджу виникає у тих випадках, коли позиковий капітал, який отримано під фіксований відсоток, використовується підприємством у процесі діяльності таким чином, що приносить більш високий прибуток, ніж фінансові витрати, тобто дохідність сукупного капіталу вища за середньозважену ціну позикових ресурсів;

2) метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації вартості. Метод ґрунтується на попередній оцінці власного та запозиченого капіталів за різних умов їх формування, обслуговування та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу і, таким чином, пошуку найбільш реальної ринкової вартості підприємства;

3) метод оптимізації структури капіталу за критерієм фінансових ризиків. Передбачає диференційований вибір джерел фінансування різних складових частин активів підприємства: необоротних активів, оборотних активів (із розбивкою їх на постійну та змінну частини).

Слід зазначити, що 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.

Отже, відсутність комплексного підходу до визначення оптимального співвідношення між власним і залученим капіталом стає на перешкоді до прийняття ефективних управлінських рішень. Серед науковців існують різні погляди на вирішення цієї проблеми. Деякі з них вважають за необхідне максимізацію рівня фінансової рентабельності поряд з рівнем фінансової стійкості [1], проте, враховуючи протилежність наслідків використання цих методів, забезпечення найбільш ефективною 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 [2; 4; 5; 6], що також є трудомістким процесом і не дає однозначної відповіді. Існують також думки з

приводу доповнення зазначених методів показниками кредитоспроможності та платоспроможності, левериджу в майновій структурі капіталу [3].

На нашу думку, 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. Підприємства із зростаючим обсягом реалізації продукції, які мають внаслідок галузевих особливостей її виробництва низький коефіцієнт операційного левериджу, можуть у набагато більшій мірі (за інших рівних умов) збільшувати коефіцієнт фінансового левериджу, тобто використати велику частку позикових коштів у загальній сумі капіталу.

Висновки. Таким чином, поєднання якісних та кількісних оцінок в єдину систему структури капіталу дасть остаточну відповідь на таке важливе питання, як адекватність політики фінансування напрямкам зростання вартості підприємства. Практичне значення наведених вище положень полягає в тому, що на основі одночасного урахування виробничих і фінансових ризиків підприємства, а також індивідуальних особливостей його діяльності існує можливість цілеспрямованого управління структурою капіталу підприємства задля забезпечення його фінансової безпеки.

Список літератури

1. Бланк, И. А. Управление формированием капитала [Текст] / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2000. – 512 с.
2. Брігхем, С. Ф. Основи фінансового менеджменту [Текст] [пер. з англ.] / С. Ф. Брігхем. – К. : Молодь, 1997. – 1000 с.
3. Викиданець, І. В. Методи оптимізації структури капіталу підприємства [Електронний ресурс] / І. В. Викиданець. – Режим доступу : <http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vdnuet/econ/2009_3727.pdf>.
4. Гончаров, А. Б. Фінансовий менеджмент [Текст] : навч. посібник / А. Б. Гончаров. – Х. : ІНЖЕК, 2007. – 237 с.
5. Ковалев, В. В. Введение в финансовый менеджмент [Текст] / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
6. Петренко, Ю. В. Оптимізація джерел фінансових ресурсів підприємств [Текст] / Ю. В. Петренко // Фінанси України. – 2000. – № 6. – С. 91–95.

Отримано 30.03.2011. ХДУХТ, Харків.
© О.О. Горошанська, 2011.