

О. Д. Щербань,

к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів і кредиту, Харківський інститут фінансів
Київського національного торговельно-економічного університету, м. Харків

О. В. Насібова,

к. е. н., доцент кафедри фінансів і кредиту, Харківський інститут фінансів
Київського національного торговельно-економічного університету, м. Харків

Р. В. Сухоруков,

магістр, Харківський інститут фінансів

Київського національного торговельно-економічного університету, м. Харків

МЕТОДИ РЕГУЛЮВАННЯ ТА ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

O. Shcherban,

*candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Associate Professor, Department of Finance
and Credit, Kharkiv Institute of Finance, Kyiv National Trade and Economic University,
Kharkov*

O. Nasibova,

*candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Finance and Credit,
Kharkiv Institute of Finance, Kyiv National Trade and Economic University, Kharkiv*

R. Suhorukov,

master's degree, Kharkiv Institute of Finance, Kyiv National University of Trade and Economics, Kharkiv

METHODS OF REGULATION AND OPTIMIZATION OF ENTERPRISE CAPITAL STRUCTURE

У статті розглянуто необхідність формування оптимального співвідношення між структурними елементами капіталу підприємства. Визначено концептуальні групи методів регулювання та оптимізації структури капіталу підприємства: нормативно-коефіцієнтні, однокритеріальні та багатокритеріальні. Виявлено позитивні і негативні чинники впливу на формування раціональної структури капіталу суб'єктів господарювання і оптимальне значення його показників. Встановлено, що ефективність управління капіталом значною мірою залежить від вибору методів та методичних підходів до оптимізації та формування структури капіталу, а також обраної політики фінансування активів.

The article considers the necessity of forming the optimal correlation between the structural elements of enterprise capital. The conceptual groups of methods of regulation and optimization of the capital structure of the enterprise are defined: normative-coefficient, one-criterial and multi-criteria ones. Positive and negative factors influencing the formation of a rational capital structure of economic entities and optimal value of its indicators were revealed. It has been established that the efficiency of capital management depends to a large extent on the choice of methods and methodological approaches to optimization and formation of the capital structure, as well as the chosen policy of asset financing.

Ключові слова: структура капіталу підприємства, фінансовий левелідж, ефект фінансового левеліджу, середньозважена вартість капіталу, фінансовий ризик, джерела капіталу підприємства, власний капітал, позиковий капітал.

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

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

В умовах глобальної ринкової економіки та економічних перетворень у державі дослідження основних фінансових проблем, з якими зустрічаються

підприємства, вимагають перегляду базових концепцій та визначення пріоритетних напрямів ефективного управління фінансовою діяльністю суб'єктів господарювання. Залежність діяльності

підприємств від обсягу фінансового капіталу та його структури визначає рівень найбільш вагомих фінансових показників. Обрана структура капіталу впливає на 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.

На сьогодні економічна теорія не може дати однозначної відповіді на питання щодо визначення оптимальної структури капіталу підприємств. Удосконалення вимагають застосування сучасних методологічних підходів до розвитку інструментів ризик-менеджменту підприємств та методів оптимізації з урахуванням показників фінансового левериджу.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Аналіз літературних публікацій свідчить про великий інтерес вчених до проблеми регулювання та визначення оптимальної структури капіталу суб'єктів господарювання.

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, Г. Марковіца, М. Міллера, Ф. Модільяні, Г.В. Савицької, Е. Хелферта, Дж. Ван Хорна, У. Шарпа, Дж. Стігліца та ін. Серед вітчизняних вчених — О.В. Ярш, А. Руденко-Сударєва, Є. Панченко, В.О. Подольська, О. Рогач, О. Сльозко та ін.

У своїх працях економісти акцентують увагу на оптимальному співвідношенні між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю суб'єкта господарювання. 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 розроблено в сфері використання капіталу є система показників оцінювання ефективності структури капіталу підприємств в динамічних умовах глобального ринку.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є дослідження концептуальних методів регулювання та оптимізації структури капіталу підприємств, виявлення їх позитивних і негативних факторів.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Джерелом коштів для функціонування та розвитку будь-якого господарюючого суб'єкта є капітал, тому підвищується роль та значення системи регулювання структури капіталу.

Недостатня розробленість деяких проблем регулювання структури капіталу як елементу управління знижує ефективність управлінських рішень в області інвестиційної і фінансової політики. Слід зазначити, що управління капіталом передбачає 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 по-

зикового 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 підприємство визначало 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, с. 213].

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

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

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, що максимально наблизить цільову структуру капіталу до оптимального його значення.

Регулювання структури капіталу на підприємстві доцільно 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.

Нормативно-коефіцієнтні методи регулювання структури капіталу 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, за якого 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

Таблиця 1. 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	$\frac{ПК}{ВК} \leq K_{галузі}$ EBITDA – прибуток до амортизаційних відрахувань, процентів і оподаткування
Коефіцієнт покриття відсотків	Відношення прибутку до вирахування процентів за кредити і оподаткування до процентних платежів	$\frac{ПК}{ВК} \leq K_{галузі}$ EBIT – прибуток до вирахування процентів і оподаткування, П – проценти за кредит

показники: коефіцієнт заборгованості, коефіцієнт фінансової незалежності, середньогалузеве співвідношення позикового і власного капіталу, коефіцієнт боргового навантаження, коефіцієнт покриття відсотків (табл. 1).

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.

Нормативно-коефіцієнтні методи мають переваги і недоліки. Перевагою є простота й оперативність

розрахунків, а також можливість співставлення результатів діяльності різних підприємств завдяки стандартизованому вигляду одиниць виміру. Узагальнюючим недоліком нормативно-коефіцієнтних методів є статичність, і як наслідок, неможливість застосовування для формування цільової структури капіталу при стратегічному моделюванні розвитку підприємства, тому що мають короткостроковий характер.

При використанні однокритеріальної групи методів регулювання структури капіталу оптимальні для підприємства пропорції між власним і позиковим капіталом досягаються шляхом максимізації або мінімізації конкретного показника. Прийнято виділяти три однокритеріальні методи оптимізації структури капіталу.

Таблиця 2. 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 позикового 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 → max	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
EBIT-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 → max	Носить короткостроковий характер. Розглядає альтернативні варіанти фінансування, не допускаючи їх комбінації. Максимізується значення EPS, а не ринкова вартість підприємства. 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

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).

Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої рентабельності ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня рентабельності при різних структурах капіталу. Порівняльну характеристику декількох методичних підходів щодо оптимізації структури капіталу на основі критерію рентабельності наведено у таблиці 2.

В економічній літературі традиційно розглядають методичний підхід, який передбачає використання механізму фінансового важеля [1, с. 208; 13, с. 380; 7, с. 289; 5, с. 212; 6, с. 734]. Сутність фінансового важеля 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 важеля (ЕФВ) можна відокремити три основні складові: податковий коректор фінансового важеля; диференціал фінансового важеля, плече фінансового важеля. Виділення у методиці розрахунку ефекту фінансового важеля (ЕФВ) трьох основних складових (податковий коректор фінансового важеля, диференціал фінансового важеля, плече фінансового важеля) дозволяє цілеспрямовано керувати ефектом фінансового важеля у процесі фінансової діяльності. Головною умовою досягнення позитивного ефекту фінансового важеля є його диференціал. Цей ефект виявляється, коли рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства, перевищує середній розмір відсотку за кредит, тобто коли диференціал фінансового важеля є позитивною величиною. Отже, чим більше позитивне значення диференціалу фінансового важеля, 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 важеля демонструє, в якому ступені виявляється ефект фінансового важеля 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 важеля, 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 цього методу неможливо визначити співвідношення власного і позичкового капіталу.

Наступний методичний підхід до регулювання структури капіталу підприємства на основі критерію рентабельності EBIT-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 (EBIT) 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 EBIT 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 (EBIT), який не залежить від структури капіталу 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 позичкового капіталу; не враховується вартість власного капіталу.

Оптимальною називається така структура капіталу, за якої досягається максимальна вартість підприємства на фінансовому ринку за мінімальної ціни капіталу. Фінансові менеджери завжди будуть прагнути залучити капітал за нижчою ціною і намагатися підвищити курс 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 підприємства);

$\frac{E}{V}$ — частка власного капіталу у капіталі підприємства;

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 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:

Склад активів підприємства	Консервативний підхід	Компромісний підхід	Агресивний підхід
Змінні частини 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

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

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 реальний капітал. У цьому випадку визначається ефективність майбутніх капітальних вкладень. Завдання фінансових менеджерів полягатиме в тому, щоб сформувати таку структуру джерел, яка забезпечу-

вала б мінімальні витрати, тобто мінімальний процент за залученим капіталом.

Модель оптимізації структури капіталу за критерієм рівня фінансових ризиків передбачає диференційований вибір джерел фінансування різних складових активів компанії. При її застосуванні всі активи компанії розподіляються на три групи: необоротні активи; постійна частина оборотних активів, яка є незмінною частиною сукупного розміру оборотних активів, що не залежить від сезонних та інших коливань обсягу операційної діяльності,

Таблиця 3. Моделі визначення оптимальної структури капіталу підприємства

Модель	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		Дозволяє рахувати зростання вартості власного капіталу, визначити фінансову стійкість та ступінь фінансового ризику, використовується для визначення сукупного ризику підприємства	Відсутня можливість 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	$WACC = \sum_{i=1} W_i R_i$	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

не пов'язана з формуванням запасів сезонного зберігання, дострокового завезення та цільового призначення; 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 (рис. 1).

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 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 й довгострокового позикового капіталу мають фінансуватися необоротні активи й постійна частина оборотних активів, у 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 підприємства обирають один із розглянутих варіантів фінансування активів.

Висвітлені моделі оптимізації структури капіталу (табл. 3) 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 підприємств.

Метод оптимізації цільової структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності дає можливість знай-

ти лише оптимальну величину ефекту фінансового важеля. Якщо використовувати тільки його, то аспект достатності власних засобів для нормального функціонування підприємства — 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.

Основними недоліками розглянутих однокритеріальних методів регулювання структури капіталу є те, що вони враховують обмежену кількість факторів. У 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 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 [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, левириджу 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 підприємства 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 прогнози розрахунки рентабельності власного капіталу компанії.

Також у процесі оптимізації структури капіталу доцільним є використання виробничо-фінансового левириджу, 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-коєфіцієнтні, однокритеріальні, багатокритеріальні. В плані практичного впровадження та отримання достовірних даних для регулювання структури капіталу найбільш придатними є нормативно-коєфіцієнтні методи та багатокритеріальні методи, які основані на розрахунку комплексного інтегрального показника.

Оптимізація структури капіталу — це важливий етап стратегічного аналізу капіталу, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю власного капіталу підприємства та вартістю коштів, залучених на основі повернення їх у майбутньому, за якого досягається максимальна ефективність діяльності компанії. У процесі оптимізації структури капіталу необхідно враховувати кінцевий результат діяльності підприємства, тобто фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування. Оптимальне співвідношення між власним і позичковим капіталом визначається для кожного підприємства індивідуально в залежності від його особливостей. 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 підприємства.

У разі використання підприємством позикових засобів фінансування, плата за які постійна, варто застосовувати фінансовий левеїдж. За рахунок позичкового капіталу підприємство підвищує ефективність використання власного капіталу. Високий фінансовий левеїдж вказує на високий рівень ризику, що може призвести до банкрутства.

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.

Література:

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 / Дж. Ван Хорн, М. Джон, 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 левеїджу в управлінні структурою прибутку й капіталу / З.Д. Калініченко // 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. Косгирко Л.А. Фінансовий механізм сталого розвитку підприємств: стратегічні орієнтири, системи забезпечення, адаптація: монографія / Л.А. Косгирко. — 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. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Н. 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 с.

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. Brykhkem, Yu. and Erkhhardt, M. (2009), *Fynansovyy menedzhment* [Finance management], 10th ed, St.Petersburg, Russia.
3. Khorn, Van Dzh. (2008), *Osnovy fynansovoho menedzhmenta* [Fundamentals of Financial Management], 12th ed., Y.D. Vyl'iams, St.Petersburg, 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* [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 ekonomicheskij 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. Tereschenko, O.O. (2003), *Finansova diial'nist' sub'iektiv hospodariuvannia* [Financial activity entities], KNEU, Kyiv, Ukraine.

Стаття надійшла до редакції 24.11.2017 р.