

УДК 657

Селіверстова Л.С. , к.е.н., доцент

Київський національний університет технологій та дизайну

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КАПІТАЛУ СУЧАСНОЇ КОРПОРАЦІЇ

З ціллю забезпечення єдності існуючих методичних підходів та підвищення якості аналізу діяльності корпорацій, що створюються і функціонують сьогодні, в статті було проведено аналіз існуючих підходів до моделей управління вартістю капіталу корпорації, обґрунтовано можливості їх використання у вітчизняній практиці та наведено підхід до оптимізації вартості капіталу корпорації, що може стати важливим елементом української моделі корпоративного управління.

Ключові слова: корпоративне управління, корпорація, вартість капіталу, оптимізація, добробут власників, критерії ефективності.

Seliverstova L.

METHODOLOGICAL PRINCIPLES OF COST OF CAPITAL MODERN CORPORATION

With the aim of ensuring uniformity of existing methodological approaches and quality analysis of the corporations that are established and functioning today, the article analyzed the existing approaches to model management cost of capital corporation reasonably possibility of their use in domestic practice and provides an approach to optimize the cost of capital corporation which can be an important element of Ukrainian corporate governance model.

Keywords: corporate governance, corporation, cost of capital, optimization, wealth holders, the criteria for effectiveness.

Селіверстова Л.С.

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КАПИТАЛА СОВРЕМЕННОЙ КОРПОРАЦИИ

С целью обеспечения единства существующих методических подходов и повышения качества анализа деятельности корпораций, которые создаются и функционируют сегодня, в статье был проведен анализ существующих подходов к моделям управления стоимостью капитала корпорации, обоснованно возможности их использования в отечественной практике и приведен подход к оптимизации стоимости капитала корпорации, который может стать важным элементом украинской модели корпоративного управления.

Ключевые слова: корпоративное управление, корпорация, стоимость капитала, оптимизация, благосостояние собственников, критерии эффективности.

Селіверстова Л.С.

Постановка проблеми у загальному вигляді і її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями. Процес розвитку теорії, методології оцінки та управління вартістю корпорації безперечно пов'язаний з розвитком корпоративних фінансів. Як і більшість напрямів економіки, корпоративні фінанси отримали розвиток у другій половині 20 століття, що перш за все пов'язано з затвердженнями корпорацій, як дуже важливої та необхідної форми організації та управління ресурсами в економіці. Хоча за останні десятиріччя у питанні визначення вартості компанії, було зроблено велику роботу як у створенні теоретичних концепцій, так і в області розробки практичних методик, визначити фундаментальну вартість певної компанії до сих пір дуже складно.

Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано вирішення проблеми. Основні розробки в області фінансування корпорацій належать західним економістам Брігхему Є.Ф. [5], Колассу Б. [6], Брейлі Р. [4], Майерсу С. [2], Ришару Ж., Міллеру М. та Модільяні Ф [1].

Питанням формування вартості капіталу причв'ячені праці відомих економістів Балабанова І.Т., Бланка І.А. [3], Ковальова В.В. [8], Крейніної М.Н. [7], Стоянової Е.С. [9] та ін.

Корпорації здійснюють підприємницьку діяльність у певному фінансовому зовнішньому середовищі, насамперед — це ринок капіталів, попит на капітал та його пропозиція, що визначають відсоткові ставки, а вони у свою чергу позначаються на можливості корпорації залучати кошти та визначають ринкову вартість корпорації.

Цілі статті. Актуальність управління вартістю підприємства зростає через посилення конкурентної боротьби організацій за капітал інвесторів та акціонерів. Отже, метою дослідження є аналіз сучасних інструментів і моделей управління вартістю корпорації й обґрунтування можливості їх використання у вітчизняній практиці.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих результатів.

Вартість капіталу є показником прибутковості операційної діяльності підприємства, тобто виступає мінімальною нормою формування операційного прибутку підприємства.

Крім того, максимізація ринкової вартості підприємства досягається в значній мірі за рахунок мінімізації вартості джерел формування капіталу, що використовуються.

Ціна капіталу використовується при оцінці прибутковості і

реальної ринкової вартості окремих фінансових інструментів у процесі здійснення фінансового інвестування, що дозволяє підприємству сформувати найбільш ефективний інвестиційний портфель.

Показник вартості капіталу використовується також при прийнятті рішень про вибір політики формування та фінансування підприємством своїх оборотних активів.

Визначення вартості капіталу підприємства проводиться в чотири етапи.

На першому етапі здійснюється ідентифікація основних компонентів, що є джерелами формування капіталу фірми.

На другому - розраховується ціна кожного джерела окремо.

На третьому етапі визначається середньозважена ціна капіталу на основі використання питомої ваги кожного компоненту в загальній сумі інвестованого капіталу.

На закінчення (четвертий етап) розробляються заходи щодо оптимізації структури капіталу підприємства за різними критеріями та формується цільова структура капіталу.

Для визначення вартості капіталу найбільш важливими є наступні джерела його формування:

- позикові кошти, до яких відносяться довгострокові позики і облігаційні займи;
- власні кошти, які включають звичайні акції, привілейовані акції та нерозподілений прибуток.

Управління структурою капіталу є однією з найбільш важливих і складних завдань фінансового менеджменту. Проблеми можливості та доцільності управління структурою капіталу завжди знаходилися в центрі уваги вчених і практиків. Основне питання дискусії зводилося до наступного: чи існує оптимальна структура капіталу і як вона впливає на вартість капіталу фірми і вартість самого підприємства.

Вирішення цього питання пропонувалося в традиційному підході та теорії Ф. Модільяні та М. Міллера [1], у відповідності з яким оптимальна структура капіталу існує і ціна капіталу залежить від його структури.

Ф. Модільяні і М. Міллер заклали основи теорії структури капіталу в 1958 р. Вони дійшли висновку, що збільшення частки позикових джерел у структурі капіталу не збільшує вартість фірми, оскільки вигода від більш дешевого позичкового капіталу врівноважується збільшенням ціни її акціонерного капіталу у зв'язку зі збільшенням ступеня його ризику.

Таким чином, теорія структури капіталу Ф. Модільяні та М. Міллера стверджує, що за відсутності податків і ціна капіталу фірми, і вартість самої фірми не залежать від структури джерел капіталу.

У 1963 р. з'явилася нова робота Модільяні і Міллера, в якій було враховано вплив податку на прибуток на вартість капіталу фірми. Ними був зроблений висновок про те, що використання позикових джерел збільшує вартість фірми, так як відсотки за позиками віднімаються з оподаткованого прибутку, в результаті чого збільшується величина операційного прибутку фірми.

У 1976 р. М. Міллер розробив модель, що показує вплив позикового фінансування на вартість фірми з урахуванням податків на фізичних і юридичних осіб. У розрахунок були прийняті податок на особистий прибуток від володіння акціями і податок на особистий прибуток від надання позик.

Головний висновок, який випливає з моделі М. Міллера, полягає в тому, що облік в ній податків на особисті доходи зменшує вигоду від залучення позикових джерел. Це пов'язано з тим, що введення податків на особисті доходи знижує дохід, що залишається в розпорядженні інвесторів, і вартість підприємства зменшується.

Основні положення теорії структури капіталу Модільяні-Міллера піддаються критиці як з боку вчених, так і з боку практичних працівників. Головним її недоліком є невідповідність більшості теоретичних припущень реальної ситуації, що складається на ринку. Так, в цих моделях не враховуються витрати, пов'язані з фінансовими труднощами, агентські витрати, реальний стан ринку та ін.

Це призвело до появи компромісних моделей, що передбачають, що оптимальна структура капіталу знаходиться в результаті компромісу між досягненням додаткової економії за рахунок податків, забезпечуванім шляхом залучення позикових коштів, і збільшенням витрат, пов'язаних з потенційними фінансовими труднощами та агентськими витратами, викликаними зростанням частки позикового капіталу в загальній структурі капіталу.

На практиці оптимізація структури капіталу є однією з найбільш важливих і складних завдань корпорацій. Оптимальна структура капіталу являє собою таке поєднання власних і позикових коштів, при якому забезпечується найбільш ефективне співвідношення між коефіцієнтом рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства.

Процес оптимізації структури капіталу здійснюється у декілька

послідовних етапів (рис.1).

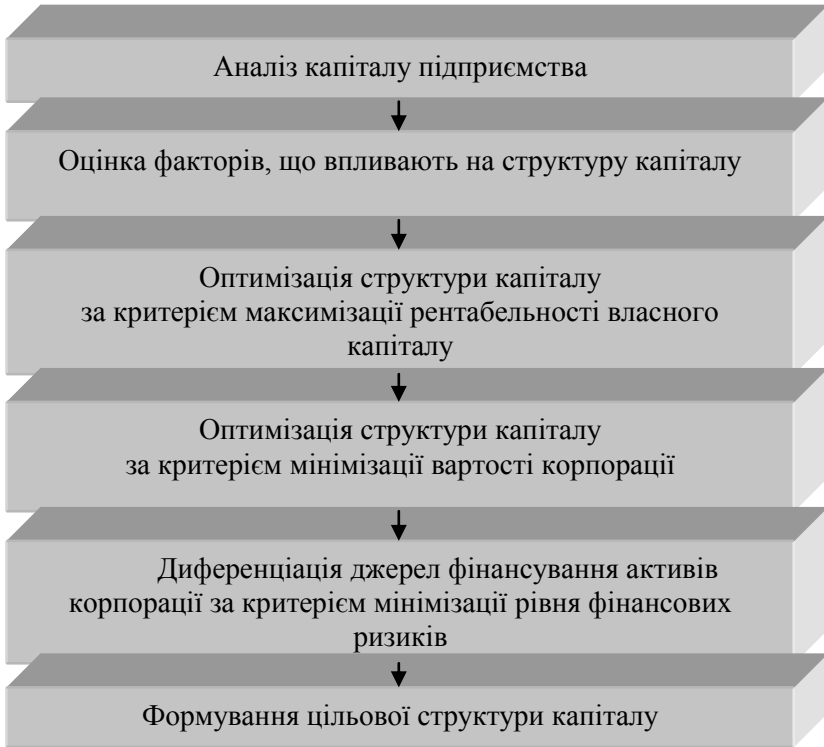


Рис. 1. Основні етапи процесу оптимізації структури капіталу

На першому етапі проводиться, аналіз капіталу підприємства, основним змістом якого є виявлення тенденцій динаміки обсягу і складу капіталу та їх впливу на ефективність використання коштів та фінансову стійкість корпорації.

На другому етапі оцінюються основні фактори, що впливають на структуру капіталу (як об'єктивні, так і суб'єктивні), що дозволяє сформуванню цільової структури капіталу в майбутньому.

На третьому етапі здійснюється оптимізація структури капіталу корпорації за критерієм максимізації фінансової рентабельності власного капіталу, який визначається як відношення чистого прибутку до власного капіталу. З цією метою визначається розмір фінансового ризику та фінансового важеля.

На четвертому етапі оптимізація структури капіталу корпорації

проводиться за критерієм мінімізації її вартості, для чого визначається ціна кожного елемента капіталу і розраховується його середньозважена ціна на основі багатоваріантних розрахунків.

На п'ятому етапі здійснюється диференціація джерел фінансування різних складових частин активів корпорації за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків.

Існує три методи фінансування активів в залежності від ступеня фінансового ризику: консервативний, помірний і агресивний. В залежності від свого ставлення до ризику та політики корпорації менеджер обирає відповідний варіант.

На останньому, шостому етапі відбувається формування цільової структури капіталу, яка є максимально рентабельною та мінімально ризиковою. На основі проведених розрахунків здійснюється робота по залученню фінансових ресурсів і відповідних джерел фінансування.

Висновки. Для успішного будівництва української моделі корпоративного управління, необхідно розв'язати проблему створення дієвої системи фінансового управління корпораціями. Тому, в центрі уваги вітчизняних вчених і практиків – пошуки шляхів залучення, ефективного використання та ефективного управління фінансами українських компаній та оптимізація вартості капіталу корпорацій.

В наведеній статті запропоновано аналіз існуючих підходів до моделей управління вартістю корпорації, обґрунтовано можливості їх використання у вітчизняній практиці та наведено підхід до оптимізації вартості капіталу корпорації, що може стати важливим елементом української моделі корпоративного управління.

1. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // The American Economic Review. – 1958. – Vol. XLVIII, №3.
2. Myers S. Capital Structure // Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol. XV.- №2.
3. Бланк И.А. Управление денежными потоками. - К.: Ника-центр, 2002. – 576 с.
4. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп –Бизнес», 1997. – 1120 с.
5. Бриггем Е.Ф. Основы финансового менеджмента. – К.: КП „Вазакс”. Видавництво „Молодь”, 1997. – 1002 с.
6. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия, проблемы, концепции и методы: Учебное пособие: пер. с франц./ Под ред. проф. Я.Ц. Соколова. - М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997.
7. Крейнина М.Н. Финансовый менеджмент: Учебное пособие. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Дело и сервис, 2001. - 400 с.
8. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. - М.: Финансы и статистика, 1999. -768 с.

9. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник/ под ред. Е.С. Стояновой - 5-е изд., перераб. и доп. - М.: Перспектива, 2000. - 656 с.