

та фінансової кризи вплив якої на підприємства необхідно нівелювати за допомогою внутрішніх ресурсів компаній та при податковій підтримці держави. Встановлено, що при значенні фінансового важеля граничні податкові вигоди дорівнюють граничним витратам банкрутства, в умовах моделі Модільяні-Міллера, що враховує податки, та компромісного підходу до оцінки капіталу рівень фінансового важеля, на якому витрати банкрутства матеріалізуються в грошовій формі; D^*/V – оптимальна структура капіталу. Витрати банкрутства залежать від ймовірності банкрутства та розорення підприємства і величини витрат, пов'язаних з цим. При невеликих позиках ймовірність розорення низька і витрати банкрутства також невеликі. Переваги в оподаткуванні призводять до підвищення ринкової ціни капіталу підприємства. Застосовуючи засоби фінансового та операційного управління, власники капіталу фірми можуть розподілити збитки так, що більша їх частина припаде на кредиторів.

Ключові слова: оптимізація, капітал, криза, розорення, традиційний, метод, фінансовий, стан.

Яременко Николай

ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

В статье рассматривается оптимизация капитала предприятия в условиях экономического кризиса, а именно и метод Модильяни - Миллера. Это особенно актуально поскольку Украина находится в условиях экономического и финансового кризиса влияние которой на предприятия необходимо нивелировать с помощью внутренних ресурсов компаний и при налоговой поддержке государства. Установлено, что при значении финансового рычага предельные налоговые выгоды равны предельным издержкам банкрутства, в условиях модели Модильяни-Миллера, учитывающий налоги, и компромиссного подхода к оценке капитала уровень финансового рычага, на котором издержки банкрутства материализуются в денежной форме; D^*/V - оптимальная структура капитала. Расходы

банкротства зависят от вероятности банкротства и разорения предприятия и величины расходов, связанных с этим. При небольших займах вероятность разорения низка и издержки банкротства также невелики. Преимущества в налогообложении приводят к повышению рыночной цены капитала предприятия. Применяя средства финансового и операционного управления, владельцы капитала фирмы могут распределить убытки так, что большая их часть придется на кредиторов.

Ключевые слова: оптимизация, капитал, кризис, разорение, традиционный, метод, финансовое, состояние.

Yaremenko Nicholas

OPTIMIZATION OF STRUCTURE OF CAPITAL UNDER CRISIS CONDITIONS

In the paper the optimization of capital enterprises in the economic crisis, namely the method of Modigliani - Miller. This is especially true because Ukraine is in an economic and financial crisis whose impact on businesses need to level through internal resources and companies with state tax support. Established that the values of financial leverage marginal tax benefits equal marginal cost of bankruptcy, in a model of Modigliani-Miller, taking into account taxes and compromise approach to the capital levels of financial leverage, which costs bankruptcy materialize in cash; D^*/V - optimal capital structure. Bankruptcy costs depend on the probability of bankruptcy and ruin the company and the value of the costs associated with it. With small loans and low probability of ruin and bankruptcy costs are low. Advantages of taxation lead to higher market price of the capital of the enterprise. Using the tools of financial and operational management, the owners of the firm's capital can allocate losses so that most of them will be in the creditors.

Keywords: optimization, capital, crisis, ruin, traditional, method, financial, condition.

Вступ. Структура капіталу представляє собою співвідношення власних та позикових фінансових коштів, що використовуються фірмою в процесі своєї господарської діяльності [1-3].

Структура капіталу, що використовується фірмою визначає багато сторін не тільки фінансової, але й операційної та інвестиційної його діяльності, здійснює активний вплив на кінцеві результати цієї діяльності. Вона впливає на коефіцієнт рентабельності активів та власного капіталу (тобто на рівень економічної та фінансової рентабельності підприємства), визначає систему коефіцієнтів фінансової стійкості та платоспроможності (тобто рівень основних фінансових ризиків) і остаточно формує співвідношення в ступенях прибутковості та ризику в процесі розвитку підприємства.

Постановка проблеми: дослідити і порівняти методи оптимізації структури капіталу підприємства за традиційним підходом, за підходом Модільяні – Міллера та покращеним або комбінованим підходом, навести контр приклад.

1. Огляд останніх досліджень. У фінансово-економічній літературі розуміється, що фінансовий капітал підприємства є сукупністю фінансових коштів склалося досить давно і використовується не тільки в теорії, а й у практичній діяльності фірм. Зокрема, таке розуміння фінансового капіталу можна знайти в роботах Дж. Робінсона, С. Фішера, Р. Дорнбуша, Б. Мінца, Р. Шмалензі, М. Шварца, й інших. Наприклад, С. Фішер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензі у своїй капітальній роботі “Економіка” розглядають фінансовий капітал як фінансовані кошти, що їх вкладають власники підприємства, акціонери в розвиток суб’єкта господарювання [4-8]. При цьому автори розрізняють власний і позиковий фінансовий капітал як складові сукупного фінансового капіталу підприємства. Таким чином, підходи, що існують в економічній літературі, до розуміння фінансового капіталу залежать від тих позицій учених, з яких вони розглядають цю об’єктивну економічну категорію.

Формування структури капіталу нерозривно зв’язане з урахуванням особливостей кожної з його складових частин.

Власний капітал характеризується наступними позитивними особливостями: 1. Простотою залучення, так як рішення пов’язані із збільшенням власного капіталу (особливо за рахунок внутрішніх джерел його формування) приймаються власниками та менеджерами підприємства без необхідності отримання згоди інших господарюючих суб’єктів. 2. Більш високою здатністю

генерування прибутку у всіх сферах діяльності, так як при його використанні непотрібна виплата

позикового відсотку у всіх його формах. 3. Забезпеченням фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, а відповідно і зниженням ризику банкрутства [8-10].

Разом з тим, йому властиві наступні недоліки: 1. Обмеженість обсягу залучення, а відповідно, і можливостей суттєвого розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства. В періоди сприятливої кон'юнктури ринку на окремих етапах його життєвого циклу. 2. Висока вартість у порівнянні з альтернативними позиковими джерелами формування капіталу. 3. Невикористана можливість приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових фінансових коштів, так як без такого залучення неможливо забезпечити перевищення коефіцієнту фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною [2-6].

Таким чином, фірма, що використовує тільки власний капітал, має найвищу фінансову стійкість (його коефіцієнт автономії дорівнює одиниці), але обмежує темпи свого розвитку (так як не може забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів в періоди сприятливої кон'юнктури ринку) та не використовує фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал.

Позиковий капітал характеризується наступними позитивними особливостями: 1. Достатньо широкими можливостями залучення, особливо при високому кредитному рейтингу підприємства, наявності залогів або гарантії поручителя. 2. Забезпеченням росту фінансового потенціалу підприємства при необхідності суттєвого розширення його активів і зростання темпів росту обсягу його господарської діяльності. 3. Більш низькою вартістю порівняно з власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту “податкового щита” (вилучення витрат на його обслуговування з оподатковуваної бази при сплаті податку на прибуток). 4. Здатністю генерувати приріст фінансової рентабельності (коефіцієнта рентабельності власного капіталу).

В той же час, використання позикового капіталу має наступні недоліки: 1. Використання цього капіталу генерує найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності

підприємства — ризик зниження фінансової стійкості та втрати платоспроможності. 2. Активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу (при інших рівних умовах) норму прибутку, яка знижується на суму виплачуваного позикового проценту у всіх його формах (проценту за банківський кредит, лізингової ставки; купонного проценту по облігаціям, вексельного проценту за товарний кредит та ін.). 3. Висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку. 4. Складність процедури залучення (особливо у великих розмірах), так як надання кредитних ресурсів залежить від рішення інших господарюючих суб'єктів (кредиторів), потребує інколи відповідних сторонніх гарантій або залогу (при цьому гарантії страхових компаній, банків або інших господарюючих суб'єктів надаються, як правило, на платній основі). Таким чином, фірма, яке використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал свого розвитку (за рахунок формування додаткового обсягу активів) і можливості приросту фінансової рентабельності діяльності, але в більшій мірі генерує фінансовий ризик і погрозу банкрутства (які зростають по мірі збільшення питомої ваги позикових коштів у загальній сумі використаного капіталу).

2. Методичні підходи до управління капіталом підприємства та його структурою.

Оптимізація структури капіталу підприємства здійснюється такими методами: 1. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм політики фінансування активів. Цей метод заснований на диференційованому виборі джерел фінансування різних складових частин активів підприємства.

З цією метою всі активи підприємства поділяються на такі три групи: а) необоротні активи; б) постійна частина оборотних активів (незмінна частина їх розміру, яка не залежить від сезонних та інших циклічних особливостей виробничо-комерційної діяльності); в) змінна частина оборотних активів.

2. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм його вартості. Вартість капіталу диференціюється залежно від джерел його формування. У процесі оптимізації структури капіталу за цим критерієм виходять з можливостей мінімізації середньозваженої вартості капіталу.

3. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм ефекту фінансового левериджу.

3. Дослідимо наступні підходи до управління капіталом фірми.

Обмеження для підходу Модільяні:

1. Передбачається наявність ефективного ринку капіталу, зокрема, безкоштовність інформації, її доступність для всіх зацікавлених осіб, відсутність трансакційних витрат, можливість будь-якого розподілу цінних паперів, раціональність поведінки інвесторів;

2. Компанії емітують тільки два типи зобов'язань: боргові з безризиковою ставкою та акції;

3. Фірми можуть здійснювати позикові операції за безризиковою ставкою;

4. Відсутні витрати, пов'язані з розоренням;

5. Вважається, що всі компанії знаходяться в одній групі ризику;

6. Очікувані грошові потоки являють собою безстрокові ануїтети.

Нехай PB_H - ринкова вартість фінансово незалежної компанії;

PB_3 - ринкова вартість аналогічної фінансово залежної компанії;

P_{BK} - ринкова оцінка власного капіталу компанії;

P_{PK} - ринкова оцінка позикового капіталу компанії;

$ЧП_{On}$ - чистий операційний прибуток;

BK_H - вартість власного капіталу;

BK_3 - вартість власного капіталу фінансово залежної компанії;

PK - вартість позикового капіталу;

$P_{П}$ - ставка податку на прибуток.

Виходячи із зроблених передумов Модільяні і Міллер довели:

Твердження 1. Ринкова вартість компанії не залежить від структури капіталу і визначається шляхом капіталізації її операційного прибутку за ставкою, що відповідає класу ризику даної компанії:

Твердження 2. Вартість власного капіталу фінансово залежної компанії являє собою суму вартості власного капіталу аналогічної фінансово незалежної компанії та премії за ризик, рівної добутку різниці в значеннях вартості власного та позикового капіталу на величину фінансового левериджу:

$$BK_3 = BK_H + \text{Премія за ризик} = BK_H + (BK_H - PK) \cdot \frac{P_{PK}}{P_{BK}}$$

Отже, зміна структури джерел шляхом залучення більш

дешевих позикових коштів не збільшує ринкову вартість компанії, оскільки вигода від залучення дешевого капіталу супроводжується підвищенням ступеню ризику і вартості власного капіталу.

На рисунку 1 подано графічне співвідношення частки позикового капіталу і вартості капіталу.

З урахуванням податків на доходи юридичних осіб, формулюються:

Твердження 1. Ринкова вартість фінансово залежної компанії дорівнює сумі ринкової вартості фінансово незалежної компанії тієї ж групи ризику та ефекту фінансового левериджу, що дорівнює добутку ставки податку на прибуток і величини позикового капіталу в ринковій оцінці:

$$PB_з = PB_H + \Pi_H \cdot P_{ПК},$$

при цьому очевидно, що значення PB_H при відсутності позикового фінансування, що чисельно дорівнює P_{BK} , знаходиться за формулою:

$$P_{BK} = PB_H = \frac{ЧП_{см} \cdot (1 - \Pi_n)}{BK_H}.$$

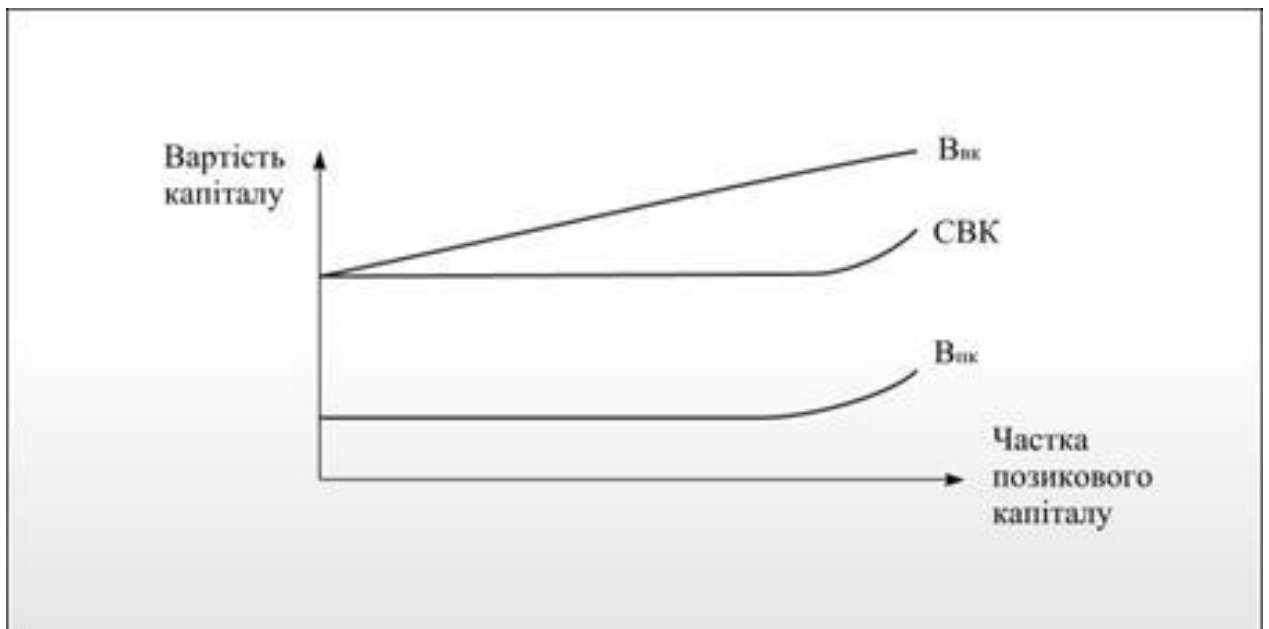


Рис. 1

Модель, що задається формулою, називається ідеальною моделлю Модільяні-Міллера ринкової вартості фінансово залежної

компанії, в тому розумінні, що вона побудована при ідеальних умовах, не враховано: зростання ризику можливих фінансових ускладнень і витрат, обумовлених агентськими відносинами.

Твердження 2. Вартість власного капіталу фінансово залежної компанії являє собою суму вартості власного капіталу аналогічної фінансово незалежної компанії та премії за ризик, що дорівнює добутку різниці в значеннях власного і позикового капіталу на величину фінансового левериджу з поправкою, яка враховує економію на податках:

$$BK_3 = BK_H + \text{Премія за ризик} = BK_H + (BK_H - ПК) \cdot \frac{P_{ПК}}{P_{BK}} \cdot (1 - \Pi_{П})$$

Отже, середньозважена вартість капіталу фінансово залежної компанії зменшується із зростанням фінансового левериджу.

Абсолютна фінансова стійкість: за умови, що $ZB < BOK$. Підприємство є абсолютно незалежним від зовнішніх кредиторів, оскільки всі необхідні оборотні активи формуються за рахунок власних джерел фінансування.

Критична фінансова стійкість: за умови, що $ZB < НДФЗ$. На підприємстві виникли певні проблеми з джерелами фінансування запасів та витрат. Для формування певної частини оборотних активів використовуються джерела фінансування які не можна вважати нормальними (позикові кошти, що отримані для інших цілей, кредиторська заборгованість не товарного характеру, кошти фондів спеціального призначення).

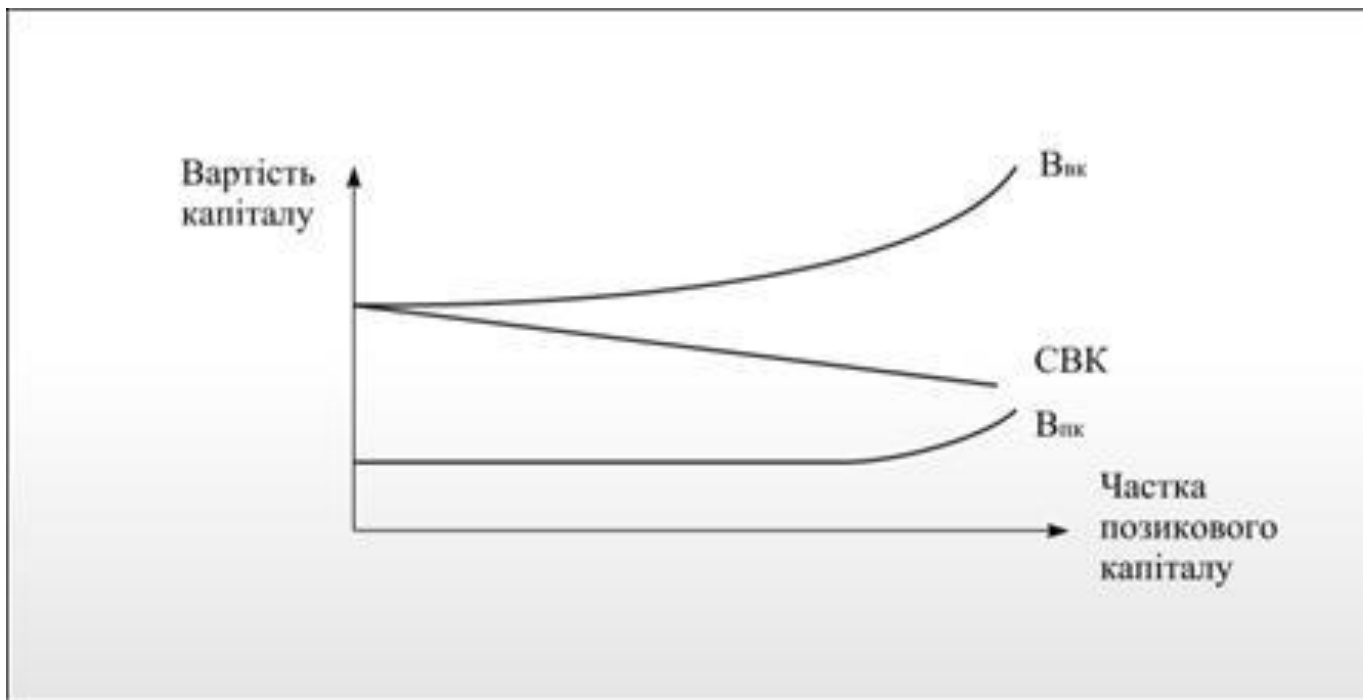


Рис. 2.

Залежність вартості та структури капіталу з урахуванням податків згідно теорії Модільяні-Міллера в умовах припущення про наявність податків поява позикових коштів в структурі джерел супроводжується зниженням середньозваженої вартості капіталу, а зростання фінансового левериджу призводить до зменшення СВК. Додатково слідує, що ринкова вартість компанії збільшується із зростанням фінансового левериджу і теоретично досягає максимуму при 100%-ному фінансуванні за рахунок позикового капіталу.

Стосовно вартості власного капіталу, її значення зростає, але меншими темпами, ніж в умовах припущень про відсутність податків. Не дивлячись на привабливість та логічність з позиції математичного обґрунтування залежностей між вартістю компанії та структурою її капіталу, теорія Модільяні-Міллера постійно підлягає суворій критиці з боку опонентів, так як вона не враховує реальних умов фінансового ринку (наявності діапазону процентних ставок, зростаючий ризик внаслідок залучення позикових коштів, необхідність сплати податкових платежів), що перетворюють фінансову структуру підприємства у важливий фактор впливу на його фінансове положення.

Приклад. Для ілюстрації концентрації ризику звернемося до прикладу з компанією «Старбург Електронікс». Вона має 175 000

дол. В активах і фінансується цілком за рахунок акціонерного капіталу. Її очікувана ROE становить 12% при середньому квадратичному відхиленні 8%. Тепер припустимо, що фірма вирішила змінити свою структуру капіталу, випустивши облігаційну позику на суму 87 500 дол. При $r = 10\%$ і використавши ці кошти для заміни 87500 дол. Акціонерного капіталу. Очікувана рентабельність акціонерного капіталу (який тепер становить тільки ці 87 500 дол.) Піднялася б:

1. Облігаційна позика	87 500 дол.
2. Очікуваний прибуток до вирахування відсотків і податків (ОПВВД)	35 000 дол.
3. Проценти (10 % на заем 87 500 долл.)	8 750 дол.
4. Прибуток до вирахування податків	26 250 дол.
5. Податки (40 % на прибуток 26 250 долл.)	10 500 дол.
6. Чистий прибуток	15 750 дол.
7. Очікуємо ROE	18 %

Отже, використання позики підвищило б очікуване значення *ROE* з 12% до 18 %.

Але змішане фінансування збільшує також і ризик для інвесторів акціонерного капіталу. Наприклад, припустимо, що ЕВІТ склала 5000 дол. Замість очікуваних 35 000 дол. Якщо фірма не використовувала позики, то ROE знизиться з 12,0% до 1,7%. У випадку фінансування з використанням позики ROE впаде з 18,0 до мінус 2,6%.

Показники, дол.	Без позики	Позика 87 500 дол.	
1. Фактичний прибуток до вирахування відсотків і податків	5 000	5 000	
2. Проценти	0	8 750 дол.	
3. Прибуток до вирахування податку	5 000	мінус 3 750	
4. Податок (40 %)	2 000	мінус 1 500	
5. Чистий прибуток	3 000	мінус 2 250	
6. Фактичне ROE	1,7 %	мінус 2,6 %	
7. Очікуємо ROE		12,0 %	18,0 %

Середньоквадратичне відхилення ROE становить 8% при відсутності позикового капіталу, але досягає величини в 2 рази більшою (16%) - при 50% позикового капіталу. Ризик за рахунок позикового фінансування дорівнює:

$$\sigma_{ROE} - \sigma_{ROE(U)} = 16 \% - 8 \% = 8 \%$$

Висновки з даного аналізу можна сформулювати наступним чином: операційний і фінансовий леверидж зазвичай діє в одному і тому ж напрямку. Обидва вони збільшують очікуване значення ROE, але вони збільшують також і ризик для власників акцій. Операційний леверидж впливає на виробничий ризик фірми, позикове фінансування впливає на фінансовий ризик, і обидва вони на загальний ризик фірми.

Розвиток теорії Модільяні-Міллера в плані урахування агентських витрат і витрат, пов'язаних з розоренням призвело до появи так званої компромісної моделі.

Оптимальна структура капіталу за компромісною моделлю визначається співвідношенням вигод від податкового щита (можливості включення плати за позиковий капітал в собівартість) та збитків від можливого банкрутства.

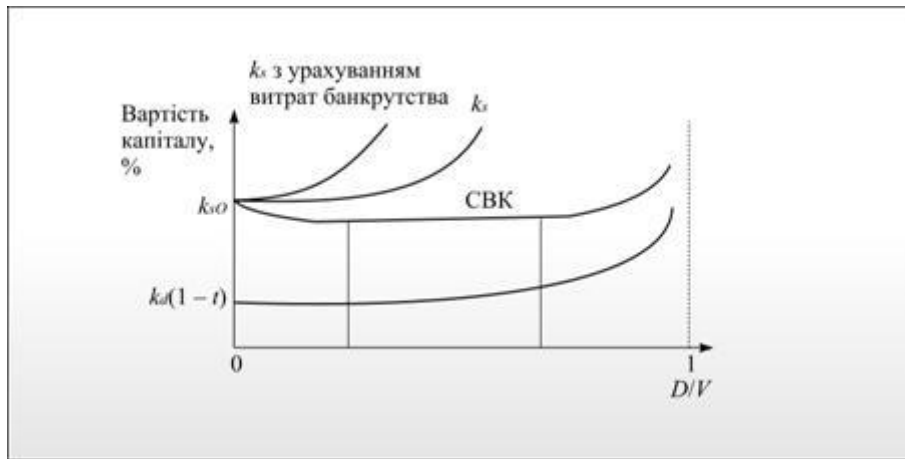


Рис. 3.

Збільшення вартості власного капіталу через втрати банкрутства.

Введення в розгляд збитків по організації додаткового залучення позикового капіталу та витрат можливого банкрутства при великому фінансовому важелі змінює поведінку кривих вартості капіталу при збільшенні позикового фінансування. Із зростанням фінансового важеля вартість позикового та акціонерного капіталу зростає.

Чим більший вплив фінансового важеля, тим більша сила фінансового ризику, пов'язаний з підприємством:

1. Зростає ризик неповернення кредиту з відсотками для банку.
2. Зростає ризик падіння курсу та дивіденду акцій для інвестора.

Наведена формула сили впливу фінансового важеля не дає, на жаль, відповіді на питання про безпечну величину та умови позики, але вона виводить безпосередньо на розрахунок сполученого впливу фінансового та операційного важелів та визначення сукупного рівня ризику, пов'язаного з підприємством.

Таким чином, при формуванні раціональної структури капіталу виходять як правило із загальної установки: знайти таке співвідношення між позиковими та власними коштами, при якому вартість акції підприємства буде найвищою. Це в свою чергу стає можливим при достатньо високому, але не надмірному ефекті фінансового важеля. Рівень заборгованості слугує для інве

стора чутливим ринковим індикатором добробуту фірми. Занадто висока питома вага позикових коштів у пасивах свідчить про підвищений ризик банкрутства. Якщо підприємство обходиться власними коштами, то ризик банкрутства обмежується, але

інвестори, що отримують скромні дивіденди, вважають, що підприємство не переслідує мети максимізації прибутку, та починають скидати акції, тим самим знижуючи ринкову вартість підприємства. Існують такі важливі правила:

1. Якщо нетто-результат експлуатації інвестицій у розрахунку на акцію невеликий (а при цьому диференціал фінансового важеля як правило від'ємний, чиста рентабельність власних коштів та рівень дивіденду — понижені), то вигідніше нарощувати власні кошти за рахунок емісії акцій, ніж брати кредит: залучення позикових коштів обходиться підприємству дорожче залучення власних коштів.

Однак можливі труднощі в процесі первісного розміщення акцій.

2. Якщо нетто-результат експлуатації інвестицій у розрахунку на акцію великий (а при цьому диференціал фінансового важеля частіше всього позитивний, чиста рентабельність власних коштів та рівень дивіденду — підвищений), то вигідніше брати кредит, ніж нарощувати власні кошти: залучення позикових коштів обійдеться підприємству дешевше залучення власних коштів. Таким чином, необхідний контроль над силою впливу фінансового та операційного важелів у випадку їх можливого одночасного зростання. Ці правила базуються на:

Порівняльному аналізу чистої рентабельності власних коштів та чистого прибутку в розрахунку на акцію за тих чи інших варіантів структури пасивів підприємства;

На розрахунку граничного (критичного) значення нетто-результата експлуатації інвестицій.

Між величиною нетто-результата експлуатації інвестицій та розміром чистого прибутку в розрахунку на кожну звичайну акцію існує взаємозв'язок, що описується формулою:

$$\text{ЧП}_A = \frac{(1 - \text{СОП}) \cdot (\text{НРЕІ} - K_{\text{кр}})}{K_{\text{ЗА}}}$$

Аналіз показує, що найменшу чисту рентабельність власних коштів та найнижчий прибуток на акцію підприємство буде мати при низькому значенні НРЕІ у випадку залучення кредиту, тому що існує загроза від'ємного значення величини ефекту фінансового важеля, який замість приросту до чистої рентабельності перетворюється на відрахування від неї та знижує чистий прибуток на акцію.

При фінансуванні виробництва такого самого, низького, значення НРЕІ тільки за рахунок власних коштів чиста рентабельність власних коштів та чистий прибуток на акцію покращуються, але підприємство недоотримує доходів через обмеженість своїх можливостей: нестача капіталу обертається недобором НРЕІ.

У варіанті, коли підприємство має високе значення НРЕІ та фінансується за рахунок власних коштів, воно може досягти більш високого рівня чистої рентабельності власних коштів та чистого прибутку на акцію.

І, у випадку, коли при залученні кредиту підприємство має високе значення НРЕІ, ми маємо високий рівень чистої рентабельності власних коштів та чистого прибутку на акцію, також маємо податкову економію, виникає, звичайно, фінансовий ризик, але виявляється реальна перспектива підвищення курсу акцій підприємства.

Граничне (критичне) значення нетто-результата експлуатації інвестицій — це таке значення НРЕІ, при якому чистий прибуток на акцію (чиста рентабельність власних коштів) однакова як для варіанту із залученням позикових коштів, так і для варіанту з використанням виключно власних коштів. А це означає, що рівень фінансового важеля дорівнює нулю — або за рахунок нульового значення диференціалу (тоді $EP = CPCB$), або за рахунок нульового плеча важеля (і тоді позикових коштів просто немає).

Отже, граничному значенню НРЕІ відповідає гранична (критична) середня ставка відсотку, що співпадає з рівнем економічної рентабельності активів. Надмірні фінансові витрати підприємства по позикових коштах, що виводять $CPCB$ за граничне значення, не вигідні підприємству, тому що дають йому від'ємний диференціал та обертаються зниженням чистої рентабельності власних коштів та чистого прибутку на акцію.

Таким чином, у викладених правилах, за підходом Є.С. Стоянової, сформульовані головні критерії формування раціональної структури капіталу підприємства. Кількісне співвідношення тих чи інших джерел в цій структурі визначається для кожного підприємства на основі вказаних критеріїв, але суто індивідуально.

Підхід Ковальова щодо ефективного управління капіталом підприємства та його структурою базується на побудові балансових

моделей оцінки фінансового стану підприємства, які отримали широке розповсюдження в літературі, інколи їх називають моделями В.В.Ковальова.

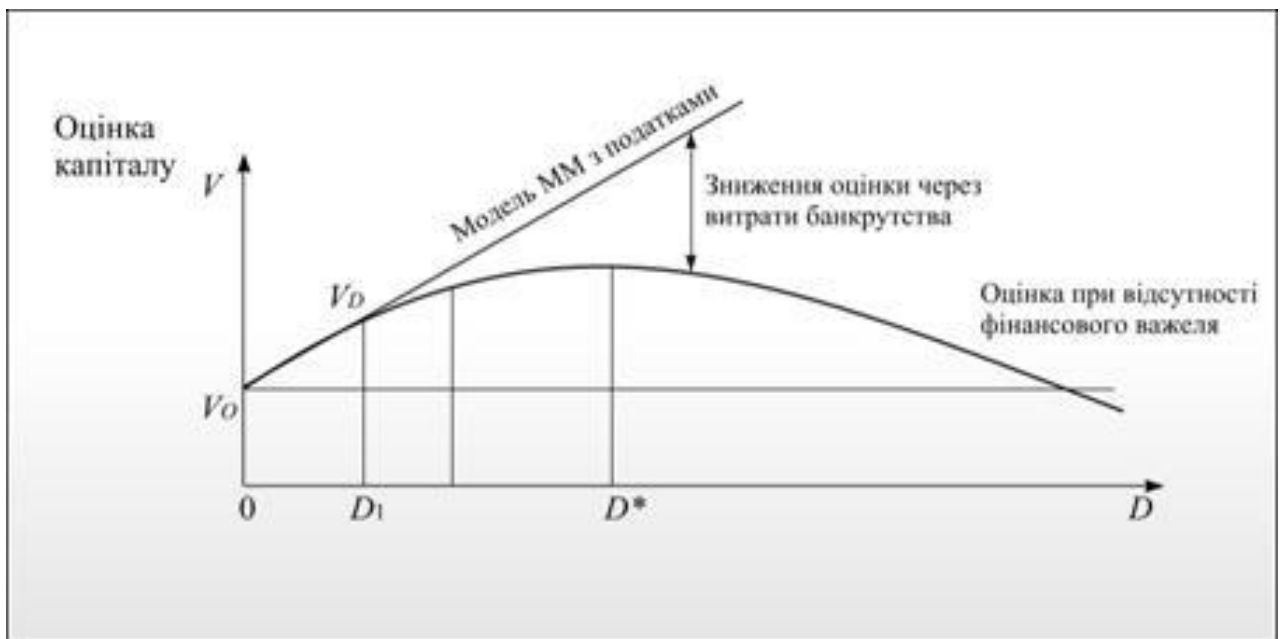


Рис. 4.

Висновки. Порівняння моделей Модільяні-Міллера, що враховує податки, та компромісного підходу до оцінки капіталу на графіку 4: D_1/V – рівень фінансового важеля, на якому витрати банкрутства матеріалізуються в грошовій формі; D^*/V – оптимальна структура капіталу, при цьому значені фінансового важеля граничні податкові вигоди дорівнюють граничним витратам банкрутства. Витрати банкрутства залежать від ймовірності розорення та ліквідації компанії і величини витрат, пов'язаних з цим процесом. При невеликих позиках ймовірність розорення низька і витрати банкрутства також невеликі. Переваги в оподаткуванні призводять до зростання ринкової оцінки капіталу компанії. Використовуючи важелі операційного та фінансового управління, власники власного капіталу можуть розподілити втрати таким чином, що більша їх частина припаде на кредиторів.

Відповідно до компромісного підходу компанії варто встановлювати цільову структуру капіталу так, щоб гранична вартість капіталу і граничний ефект від фінансового важеля були рівні та для більш детальних рекомендацій потрібні додаткові дослідження.

Література

1. Бланк И.А. Управление формированием капитала / И.А.Бланк. – К.: Ника-Центр, 2000. – 512 с.

2. Головка Т. В. Стратегічний аналіз : навч.-метод. посіб. / Т. В. Головка; – К. : КНЕУ, 2002. – 198 с. 3. Квасницька Р.С. Управління наук. / Р.С. Красницька – Хмельницький : Хмельницький НУ, 2005. – 18 с.

4. Крамаренко, Г. О. Фінансовий аналіз : підручник / Г.О. Крамаренко, О.Є. Чорна. – К. : Центр навч. л-ри, 2008. – 392 с.

5. Івко А. В. Ефект фінансового лівереджу як інструмент управління структурою капіталу/ А.В. Івко // Проблемы материальной культуры – 2009. – С.18-23.

6. Наумова, Н. В. Эффективное управление капиталом и источниками его покрытия на промышленных предприятиях региона / Н. В. Наумова, Б. И. Герасимов, Л. В. Пархоменко. – Тамбов : ТГТУ, 2004. – 104 с.

7. Подольська, В. О. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / В. О. Подольська, О. В. Яріш. – К. : Центр навч. л-ри, 2007. – 488 с.

8. Яремко І. Й. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій : монографія / І. Й. Яремко. – Л. : Каменярь, 2006. – 176 с.

9. Петленко Ю.В. Оптимізація джерел фінансових ресурсів підприємств. // Фінанси України. – 2000. – № 6. – С. 91.

11. Фінансовий облік / С. Ф. Голов. – К. : Лібра, 2005. – 976 с.

1. Blank Y. A. Upravlenye formirovaniyem kapytala / Y. A. Blank. – K.: Nyka-Tsentr, 2000. – 512 s.

2. Holovko T. V. Stratehichnyy analiz : navch.-metod. posib. / T. V. Holovko; – K. : KNEU, 2002. – 198 s.

3. Kvasnyts'ka R.S. Upravlinnya nauk. / R.S. Krasnyts'ka – Khmel'nyts'kyu : Khmel'nyts'kyu NU, 2005. – 18 s.

4. Kramarenko, H. O. Finansovyy analiz : pidruchnyk / H.O. Kramarenko, O.Ye. Chorna. – K. : Tsentr navch. l-ry, 2008. – 392 s.

5. Ivko A. V. Efekt finansovoho liveredzhu yak instrument upravlinnya strukturoyu kapitalu/ A.V. Ivko // Проблемы матерьял'ной кул'туры – 2009. – S.18-23.

6. Naumova, N. V. Эффеkтывное управленье капыталом у ystochnykamy eho pokрытууа на промышлєнных предпрыуемствых rehуона / N. V. Naumova, B. Y. Herasymov, L. V. Par-khomenko. – Tambov : THTU, 2004. – 104 s.

7. Podol's'ka, V. O. Finansovyy analiz : navch. posib. / V. O. Podol's'ka, O. V. Yarish. – K. : Tsentr navch. l-ry, 2007. – 488 s.

8. Yaremko I. Y. Upravlinnya kapitalom pidпрыемства: ekonomichnyu i finansovyy instrumen-tariy : monohrafiya / I. Y. Yaremko. – L. : Kamenyar, 2006. – 176 s.

9. Petlenko Yu.V. Optymizatsiya dzherel finansovykh resursiv pidпрыемств. // Finansy Ukrayiny. – 2000. – # 6. – S. 91.

11. Finansovyy oblik / S. F. Holov. – K. : Libra, 2005. – 976 s.

***Рецензент:** Новицький В.В. д. фіз.-мат. н., професор, завідувач відділу аналітичної механіки інституту математики НАН України
17.12.2014*