

*Курінна О.В.,
ст. викладач кафедри фінансів підприємств,
Академія муніципального управління, м. Київ*

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

У статті розглянуто теорії формування оптимальної структури капіталу підприємства, визначено етапи оптимізації структури капіталу, наведено основні фактори, що впливають на співвідношення власного і позикового капіталу, узагальнено методи його оптимізації.

В статье рассмотрены теории формирования оптимальной структуры капитала предприятия, определены этапы оптимизации структуры капитала, приведены основные факторы, которые влияют на соотношение собственного и заемного капитала, обобщены методы его оптимизации.

In article theories of formation of optimum structure of the capital of the enterprise are considered, stages of optimization of structure of the capital are defined, major factors which influence a ratio of own and loan capital are given, methods of its optimization are generalized.

Постановка проблеми. Найважливішою економічною базою створення і розвитку господарюючого суб'єкта є капітал, який у процесі свого функціонування виступає основним фактором виробництва, характеризує фінансові ресурси підприємства та забезпечує інтереси держави, власників та персоналу. Необхідною умовою безперервності відтворювального процесу та ефективного функціонування підприємств є встановлення оптимального співвідношення між власним та позиковим капіталом, формування інструментарію визначення такого співвідношення, своєчасне та ефективно реагування на зміну зовнішніх факторів. Адже структура капіталу суб'єкта господарювання визначає обсяги і прогнозує результати не лише фінансової, але й операційної та інвестиційної діяльності. Вона впливає на рівень фінансової та економічної рентабельності підприємства, визначає рівень основних фінансових ризиків та в кінцевому результаті формує співвідношення ступеня прибутковості та ризику в процесі функціонування суб'єкта господарювання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема формування оптимальної структури капіталу підприємств присвячено багато наукових праць вітчизняних та зарубіжних вчених. Окремі аспекти цієї проблеми висвітлені в працях Ф. Модільяні, М. Міллера, Е. Нікбахта, А. Гропеллі, Дж.К. Ван Хорна, Ю. Брігхема, Дж. М. Ваховича, Ф. Лі Ченга, У. Шарпа, Дж.І. Фіннерті, а також російських вчених: В.В. Ковальова, О.С. Стоянової, І.Т. Балабанова, А.Д. Шеремета та інших. Належне місце в

проведені науково-теоретичного обґрунтування основ управління структурою капіталу підприємства посідають праці вітчизняних вчених-економістів: І.О. Бланка, В.М. Суторміної, М.Д. Білик, А.М. Поддєрьогіна, О.О. Терещенка, Г.Г. Кірейцева, В.П. Савчука, Є.Г. Рясних, Л.О. Коваленко, Л.М. Ремньової та інших.

Однак, незважаючи на значний внесок в розвиток теорії структурування та оптимізації капіталу господарюючого суб'єкта, подальшого дослідження потребує визначення факторів, що здійснюють безпосередній вплив на формування фінансової структури капіталу та можливості її подальшої оптимізації.

Мета статті полягає у визначенні теоретичних аспектів оптимізації структури капіталу в контексті забезпечення діяльності підприємства на засадах стійкого розвитку.

Виклад основного матеріалу дослідження. В процесі фінансової діяльності суб'єкта господарювання виникає необхідність вибору ресурсів для вкладення капіталу і прийняття рішення про джерела фінансування необоротних та оборотних активів підприємства, тобто рішення стосовно структуризації капіталу. Оптимальна структура капіталу представляє собою таке співвідношення власного й позикового капіталу, при якому забезпечується ефективна пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

Якщо досліджувати теоретичні засади управління формуванням капіталу, то найбільш значущою та дискусійною серед економістів є концепція його структури. Оскільки теоретична концепція структури капіталу моделює основу для вибору стратегічних напрямків економічного та фінансового розвитку підприємства, що забезпечують зростання його ринкової вартості, тому має досить багатогранну сферу практичного використання.

Для забезпечення ефективної діяльності процес формування структури капіталу підпорядковується певній політиці, яка передбачає таке поєднання використання власного і позикового капіталу, що оптимізує співвідношення прийнятної ризику фінансової стійкості, високої рентабельності власних фінансових коштів і мінімальної вартості капіталу, і проводиться за наступними етапами [1]:

1. Аналіз капіталу підприємства, динаміки його обсягу, складу та коефіцієнтів фінансової стійкості підприємства.
2. Оцінка основних факторів, що визначають формування структури капіталу.
3. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності.
4. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості.

5. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків.
6. Формування показника цільової структури капіталу.

Аналіз літературних джерел свідчить про значний інтерес вчених до цього питання, проте спостерігається багатоваріантність критеріїв оптимізації структури капіталу. В результаті багаторічної дослідницької діяльності, що проводилась у світовому фінансовому середовищі, на світ з'явилися наступні теорії (моделі) оптимальної структури капіталу [2]:

1) теорія стаціонарного співвідношення, відповідно до якої оптимальна структура капіталу – це така структура капіталу, при якій приведена вартість податкових щитів в повному обсязі покриває приведену вартість очікуваних витрат банкрутства;

2) теорія асиметричної інформації, яка передбачає, що на ринку існують значні інформаційні асиметрії, а операторами, що мають доступ до інсайдерської інформації, є менеджери підприємства чи корпорації. Згідно з цією теорією моделі оптимальної структури капіталу поділяються на два види: інвестиційні моделі, в яких структура капіталу використовується менеджерами для підвищення ефективності фінансування інвестиційних проектів, та сигнальні моделі, в яких структура капіталу використовується менеджерами в якості своєрідного інформаційного передатчика;

3) теорія агентських витрат, класичним різновидом якої є модель Дженсена і Меклінга. Згідно з даною моделлю оптимальну структуру капіталу визначено як таку структуру, при якій приведені вигоди боргового навантаження в повному обсязі покриваються приведеною вартістю очікуваних агентських витрат боргового навантаження. Тобто підприємство у прагненні до створення оптимальної структури капіталу повинно знаходити розумний баланс між вигодами та витратами боргового навантаження;

4) теорія корпоративного контролю. Структура капіталу здійснює значний вплив на вартість компанії в момент виникнення загрози її поглинання, тому всі моделі корпоративного контролю пояснюють зміни структури капіталу лише в короткостроковому періоді. При загрозі поглинання корпорація починає збільшувати обсяги боргового навантаження і одночасно викуповувати звичайні голосуючі акції у своїх акціонерів, тобто зменшувати власний капітал і нарощувати позиковий;

5) теорія стейкхолдерів (до стейкхолдерів прийнято відносити людей та організацій, на які можуть чинити суттєвий вплив на фінансові рішення компанії: споживачів продукції компанії, постачальників, робітників, конкурентів компанії і в цілому суспільне середовище, в якому доводиться працювати підприємству). Відповідно до цієї моделі корпорації з великими обсягами організаційного капіталу повинні фінансуватись у більшій мірі за рахунок додаткових емісій звичайних голосуючих акцій та мати крупні грошові резерви.

Як показує практика, не існує єдиного правила формування ефективного співвідношення власного і залученого капіталу не тільки для однотипних організацій, але й для однієї компанії на різних стадіях її життєвого циклу і при різній кон'юнктурі товарного та фінансового ринків.

Разом з тим існує ряд важливих та взаємозалежних факторів, врахування яких дозволяє цілеспрямовано формувати структуру капіталу для забезпечення його найбільш ефективного використання на кожному підприємстві. До них належать [1,3,4]:

- галузеві особливості господарської діяльності підприємства;
- стадія життєвого циклу підприємства;
- ефективність управління виробничим процесом на підприємстві;
- кон'юнктура товарного та фінансового ринків;
- рівень рентабельності активів та операційної діяльності;
- ставлення інвесторів та кредиторів до підприємства;
- рівень оподаткування прибутку;
- фінансовий менталітет власників та менеджерів підприємства;
- ступінь концентрації власного капіталу, прагнення капіталовласників зберегти контрольний пакет акцій.

Процес формування оптимальної структури капіталу підприємства з врахуванням зазначених факторів здійснюється за наступними критеріями:

1) максимізація рівня рентабельності власного капіталу, яка передбачає використання механізму фінансового левериджу. Фінансовий леверидж - це використання підприємством позикового капіталу, яке впливає на зміну доходності власного капіталу і дає йому можливість одержати додатковий прибуток на власний капітал. Показник, який відображає рівень додаткового прибутку на власний капітал за різних варіантів структури капіталу, називається ефектом фінансового левериджу.

Розрахунок ефекту фінансового левериджу можна проводити за формулою [4]:

$$E\Phi L = (1 - C_n) \times (EP - CPCB) \times (PK / BK) \quad (1)$$

де C_n – ставка податку на прибуток; EP - коефіцієнт валової рентабельності активів (економічна рентабельність), %; $CPCB$ – вартість позикового капіталу (середня процентна ставка за користування позиковим капіталом), %; PK – обсяг використаного позикового капіталу; BK – обсяг власного капіталу підприємства.

Економісти вважають, що ефект фінансового важеля повинен дорівнювати в середньому половині рівня економічної рентабельності активів, лише за таких умов підприємство буде спроможне компенсувати податкові вилучення й забезпечити власним коштом гідну віддачу [5,6].

2) мінімізація вартості капіталу, заснована на попередній оцінці вартості власного і залученого капіталу та багатоваріантних розрахунках середньозваженої вартості капіталу;

3) мінімізація рівня фінансових ризиків, пов'язана з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових активів підприємства. З цією метою всі активи поділяють на три групи:

а) необоротні активи;

б) постійна частина оборотних активів – це незмінна їх частина, яка не залежить від змін обсягу діяльності і не пов'язана з формуванням запасів сезонного зберігання, довгострокового забезпечення і розглядається як незнижуваний мінімум оборотних активів, необхідний підприємству для здійснення поточної операційної діяльності;

в) змінна частина оборотних активів – варіююча частина оборотних активів, яка пов'язана із збільшенням обсягу випуску продукції відповідно до сезону, необхідністю формування товарних запасів сезонного зберігання, довгострокового завезення і цільового призначення.

Підприємства можуть використовувати три різні підходи до фінансування різних груп активів підприємства (рис. 1).

Активи підприємства	Консервативний підхід	Агресивний підхід	Компромісний підхід
Необоротні активи	} BK + ДЗК	} BK + ДЗК	} BK + ДЗК
Постійна частина оборотних активів			
Змінна частина оборотних активів	} КЗК	} КЗК	} КЗК

Умовні позначення: BK – власний капітал; ДЗК – довгостроковий залучений капітал; КЗК – короткостроковий залучений капітал.

Рис. 1. Підходи до фінансування активів підприємства за рахунок капіталу

1. Консервативний підхід, який передбачає використання власного капіталу і довгострокових зобов'язань для формування необоротних активів, постійної частини та половини змінної частини оборотних активів.

2. Агресивний підхід, що спрямований на використання власного капіталу та довгострокових зобов'язань для фінансування необоротних активів та лише половини постійної частини оборотних активів. Змінна частина та половина постійної частини оборотних активів формуються за рахунок короткострокового позикового капіталу.

3. Компромісний підхід, який полягає у фінансуванні необоротних активів та постійної частини оборотних активів за рахунок власного

капіталу та довгострокових зобов'язань. Змінна частина оборотних активів фінансується за рахунок короткострокових зобов'язань.

В залежності від свого ставлення до фінансових ризиків менеджери або власники підприємства обирають один із зазначених підходів до фінансування різних груп активів.

Недоліками наведених вище методів є те, що вони враховують обмежену кількість факторів 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 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 [7].

Висновки. Отже, оптимальною структурою капіталу можна вважати таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечить оптимальне поєднання ризику і дохідності для підприємства, максимізує ринкову вартість акціонерного товариства, сприяє підвищенню курсу його акцій і забезпечує високий рівень платоспроможності та фінансової стійкості. Головною умовою формування фінансових ресурсів підприємств за рахунок позикових коштів є залучення капіталу за найменшою вартістю та мінімально допустимим ризиком з метою досягнення максимального прибутку. Серцевина цього процесу – оптимізація структури капіталу, яку проводять за багатьма критеріями з метою забезпечення фінансової рівноваги підприємства за високої рентабельності капіталу.

Точної формули, за допомогою якої можна було б визначити оптимальну структуру капіталу, не існує, однак будь-яке рішення повинне враховувати величину податкових платежів, діловий ризик, якість активів, доступність фінансування. Рішення про вибір структури капіталу не можна приймати ізольовано. Воно є частиною стратегії фінансування, в якій враховуються: ринкова позиція підприємства, майбутні інвестиційні можливості, очікувані грошові потоки, дивідендна політика та потреба у фінансуванні.

Використані джерела інформації:

1. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2001. – 528 с.
2. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2004. – 272 с.

3. Викиданець І. В. Методи оптимізації структури капіталу підприємства / І.В. Викиданець [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vdnuet/econ/2009_3/27.pdf. – Заголовок з екрану.
4. Финансовый менеджмент / Е.С. Стоянова, Т.Б. Крылова, И.Т. Балабанов; под общ. ред. Е.С. Стояновой. 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Перспектива, 2002.
5. 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.
6. Яремко, І.Й. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій: монографія / І.Й. Яремко. – Л.: Каменяр, 2006. – 176 с.
7. Юхименко П. Теорії оптимізації структури капіталу підприємства та їх адаптація до українських економічних реалій / П. Юхименко, О. Загурський, В. Могилко // Банківська справа. – 2010. – № 2/3. – С. 78-86.
8. Стеценко Б. Теоретичні підходи до визначення оптимальної структури капіталу акціонерного товариства/ Б. Стеценко // Ринок цінних паперів. Вісник ДКЦПФР. – 2010. – № 5/6. – С. 41-47.

УДК:378.125:331

*Матвієнко Г.А.,
к.е.н., доцент кафедри
державних та місцевих фінансів,
Академія муніципального управління, м. Київ*

ВПЛИВ ВІДТОКУ НАУКОВИХ КАДРІВ НА СТАН НАУКОВО-ТЕХНІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

В статті розглянута міграція наукових кадрів в умовах глобалізації економіки, вплив міграції на розвиток науки в приймаючих країнах, визначені проблеми відтоку наукових кадрів з України.

В статье рассмотрена миграция научных кадров в условиях глобализации экономики, влияние миграции на развитие науки в принимающих странах, определены проблемы оттока научных кадров из Украины.

The article considers the migration of scientific personnel in a globalized economy, the impact of migration on the development of science in the host countries, identified problems outflow scientific personnel from Ukraine.

Постановка проблеми. Головним фактором розвитку економіки є інтелектуальний капітал нації, ставку на який роблять всі розвинені країни, особливо в умовах вичерпання природних ресурсів. Інтелектуальний капітал має значний потенційний синергетичний ефект для економіки