

## РОЗДІЛ 8

### ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 658.14:65.012.8

Давиденко Н. М.

Національний університет біоресурсів і природокористування України

#### СТРУКТУРИЗАЦІЯ КАПІТАЛУ В СИСТЕМІ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВА

Розглянуто проблему формування оптимальної структури капіталу підприємства, як складової стратегії забезпечення його фінансової безпеки. Проаналізовано основні фактори, що впливають на співвідношення власного і залученого капіталу, а також узагальнено методи його оптимізації. Доведено необхідність розробки системи оптимізації структури капіталу, яка визначалася б простотою, доступністю і послідовністю здійснення процесу вибору джерел фінансування господарської діяльності.

**Ключові слова:** фінансова безпека підприємства, власний капітал, залучений капітал, структура капіталу, оптимізація.

**Постановка проблеми.** У ринкових умовах господарювання особливої важливості набуває забезпечення прийнятної рівня фінансової безпеки підприємства. Тому цілком закономірною є спрямованість сучасних вітчизняних досліджень в області аналізу фінансової безпеки на пошук нових підходів щодо оцінки рівня фінансової безпеки підприємства, які б враховували особливості функціонування підприємств України. Підвищення фінансової безпеки, в умовах глобалізації, насамперед передбачає поліпшення основних показників розвитку підприємств, досягнення рівня країн із розвинутою економікою. Для цього необхідно здійснювати постійний аналіз діяльності підприємств, мати ефективну систему управління капіталом підприємства та використовувати світовий досвід забезпечення фінансової безпеки підприємств, як на державному рівні, так і на рівні суб'єктів господарювання.

Саме тому актуальним є питання прийняття обґрунтованих та ефективних управлінських рішень, які забезпечили б належний рівень фінансової безпеки підприємства та його стійкий розвиток в умовах невизначеності та ризику. Оскільки недостатня увага до ролі та місця фінансової безпеки в системі управління підприємством призводить до виникнення кризових явищ на підприємстві, ускладнює процес виходу з них та не дозволяє забезпечити відповідний рівень його економічного зростання. Усе це зумовлює необхідність управління підприємством, як суб'єктом ринкових відносин, та забезпечення його спроможності пристосовуватися до динамічних умов ринку. Крім того, значна частина аграрних підприємств відчувають нестачу фінансових ресурсів. За цих обставин виникає потреба розробки системи оптимізації структури капіталу, яка визначалася б простотою, доступністю і послідовністю здійснення процесу вибору джерел фінансування господарської діяльності та базувалася б на ґрунтовному аналізі рівня фінансової безпеки підприємства.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Управління капіталом підприємства тісно пов'язане з його оптимізацією та фінансовою безпекою, питання якої є недостатньо розробленими, оскільки основна увага завжди приділялась фінансовій безпеці на рівні держави. Вирішенню окремих аспектів забезпечення фінансової безпеки підприємств присвячені праці таких вітчиз-

няних та зарубіжних вчених: О. В. Ареф'євої, Н. В. Ващенко, М. П. Войнаренка, К. С. Горячевої, Л. І. Донця, А. О. Єпіфанова, М. М. Єрмошенка, С. М. Ілляшенка, Ю. Г. Кіма, В. М. Нижника, О. Л. Пластуна та багатьох інших.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Водночас, незважаючи на значний науковий доробок учених, на сьогодні, існує ще чимало дискусійних питань з цієї проблематики, які потребують подальших досліджень. Зокрема поза увагою більшості робіт залишилися питання, щодо розробки системи оптимізації структури капіталу з врахуванням фінансової безпеки підприємства та її впровадження на сучасних аграрних підприємствах.

**Мета статті.** Головною метою дослідження є аналіз та узагальнення теоретичних підходів і методів формування оптимальної структури капіталу підприємства як складової системи його фінансової безпеки.

**Виклад основного матеріалу.** Взаємозв'язок структури капіталу підприємства з його фінансовою безпекою полягає в тому, що надання переваги тому чи іншому джерелу фінансування впливає на поточний і майбутній стан підприємства. Це пояснюється тим, що використання тільки власного капіталу гарантує найвищу фінансову стійкість, але обмежує темпи розвитку, оскільки не може забезпечити формування додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку і не використовує фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал. Орієнтація менеджменту на переважання позикового капіталу забезпечує високий фінансовий потенціал за рахунок приросту активів, а також можливості збільшення фінансової рентабельності внаслідок наявності ефекту фінансового лeverиджу, однак більшою мірою генерує фінансовий ризик і загрозу банкрутства. Дилему незалежності і прибутковості покликана вирішити оптимізація структури капіталу, адже диференційований підхід до вибору джерел фінансування, дає змогу регулювати рівень фінансової збалансованості підприємства, впливати на коефіцієнт рентабельності активів і власного капіталу, фінансової стійкості та платоспроможності і, у підсумку, формувати співвідношення між ризиком і доходністю.

Структура капіталу має значний вплив на фінансові результати діяльності підприємства, його надійність, стабільність та ринкову вартість.

Тому, основним завданням, яке постає перед керівником будь-якого підприємства, є визначення оптимальної структури капіталу.

В економічній теорії існують різні концепції структури капіталу. Зокрема це: традиціоналістська теорія, теорія Модільяні-Міллера, компромісна концепція, концепція протиріччя інтересів формування структури капіталу тощо.

Основу традиціоналістської теорії становить твердження, що оптимальна структура капіталу існує, а вартість капіталу залежить від вартості його складових, тобто від власного та позиченого капіталу, причому ціна власного капіталу підприємства є завжди вища, ніж ціна позиченого. Отже, зміст традиціоналістської концепції оптимізації структури капіталу підприємства зводиться до того, що зростання питомої ваги позиченого капіталу призводить до зниження показників середньозваженої вартості капіталу і, як наслідок, до зростання ринкової вартості підприємства. Таким чином, відповідно до теорії, підприємствам необхідно максимально збільшувати використання позикового капіталу, проте на практиці така поведінка може спричинити зниження фінансової стійкості та платоспроможності. Саме тому, ми вважаємо, що традиціоналістська теорія структури капіталу не може застосовуватись на практиці у чистому вигляді.

Наступна теорія структури капіталу, яка з'явилася у 1958 році і має назву «модель Модільяні-Міллера», повністю заперечує положення традиціоналістської концепції структури капіталу. Її основоположники стверджують, що ринкова вартість підприємства не залежить від структури його капіталу, тобто середні витрати підприємства на капітал зовсім не залежать від його структури і відповідають нормі капіталізації потоку доходів від акцій підприємств цього класу [7, с. 44–45]. Обґрунтовуючи цю модель Модільяні і Міллер ввели певні обмеження, зокрема відсутність податків, досконалість ринку, що передбачає вільний доступ до інформації, відсутність трансакційних витрат, однакова безризикова відсоткова ставка для всіх інвесторів та кредиторів, відсутність витрат, пов'язаних з банкрутством, тощо. У своїх наступних дослідженнях американські економісти відмовилися від ряду обмежень і були вимушені констатувати, що ринкова вартість підприємства все таки певною мірою залежить від структури його капіталу. На нашу думку, наявність таких обмежень роблять модель Модільяні-Міллера теоретичною і несумісною із ситуацією формування структури капіталу в реальній практиці.

Подальші наукові дослідження механізму оптимізації структури капіталу знайшли своє відображення в компромісній концепції структури капіталу. Основоположники цієї теорії, М. Міллер, Х. Де-Анжело, Р. Масюліс, Дж. Уорнер та інші, включили до механізму формування структури капіталу ряд реальних умов функціонування ринку, які не використовувались у попередніх концепціях. Зокрема, вони врахували оподаткування прибутку підприємств, ризик банкрутства та операційні витрати. Зміст висунутої дослідниками концепції полягає в тому, що оптимальна структура капіталу в реальній економіці формується під впливом багатьох факторів, які мають протилежну дію на ринкову вартість підприємства. Рівень дохідності та рівень ризику капіталу формується на основі питомої ваги позикового капіталу у загальній його структурі. Залучення позикових коштів на певному етапі управлін-

ня, сприяє зростанню ринкової вартості підприємства, однак зі збільшенням його питомої ваги зростають витрати, обумовлені високим ризиком можливих фінансових втрат, які нівелюють позитивний ефект від використання позикового капіталу. Точкою компромісу являється такий рівень позикового капіталу, який відповідає мінімальному значенню середньозваженої вартості капіталу. Отже, раціональне співвідношення позикового та власного капіталу визначається кожним підприємством самостійно.

На основі компромісної моделі, що є більш наближеною до реальних умов ринку, була розроблена концепція протиріччя інтересів формування структури капіталу. Зміст концепції полягає у тому, що за умов існування різних інтересів та поінформованості власників, інвесторів, менеджерів і кредиторів у процесі управління ефективною використанням капіталу існує можливість їх вирівнювання, що призводить до збільшення вартості його окремих структурних елементів. Сутність концепції розкривається за допомогою теорії асиметричної інформації; теорії сигналізування («сигнальної теорії»); теорії моніторингових витрат («теорія витрат на здійснення контролю»), теорії субординації джерел тощо. Автори даних теорій – М. Гордон, М. Дженсен, У. Меклінг, Д. Галей, Р. Мазуліс, С. Майерс, Г. Дональдсон значно поглибили дослідження механізму оптимізації структури капіталу.

Теорія субординації джерел фінансування, розроблена на початку 60-х рр. ХХ ст. Г. Дональдсоном, полягає в тому, що першочергово підприємства мають використовувати власні внутрішні джерела, а при залученні позикового капіталу необхідно враховувати таку їх послідовність: банківські позички, випуск конвертованих облігацій і тільки в останню чергу – випуск нових акцій. При визначенні обсягу прибутку, який спрямовується на дивіденди, потрібно враховувати можливість майбутніх інвестицій та майбутніх грошових потоків.

Теорія асиметрії інформації виникла на базі теорій Модільяні-Міллера та Г. Дональдсона. Її зміст полягає в тому, що керівник підприємства завжди володіє більш повною та більш якісною інформацією стосовно об'єкта управління, ніж кредитор чи інвестор, що, в свою чергу, породжує різну оцінку ризику та дохідності проєктів, а отже і умови оптимізації структури капіталу.

Продовженням теорії асиметрії інформації є теорія сигналізування, яка базується на тому, що ринок капіталу посилає інвесторам і кредиторам відповідні сигнали про перспективи розвитку підприємства на основі поведінки менеджерів на цьому ринку [9]. Якщо на підприємстві складаються позитивні тенденції розвитку, то керівники можуть збільшувати обсяг капіталу за рахунок залучення коштів на ринку позикових капіталів. За умов негативних перспектив розвитку керівники будуть схильні залучати кошти за рахунок власного капіталу, шляхом розширення кола інвесторів. Отже, теорія сигналізування дає можливість інвесторам та кредиторам ретельніше підходити до вибору об'єктів інвестування та кредитування, що, в свою чергу, відображається на структурі капіталу підприємств.

Наступною теорією, яка входить до складу концепції протиріччя інтересів формування структури капіталу, є теорія моніторингових витрат, яка базується на твердженні про різні інтереси власників та кредиторів підприємства та різні рівні їх

поінформованості. Після надання позики кредитор здійснюють постійний контроль за фінансовим станом позичальника, ефективністю використання коштів, та за можливістю їх повернення. При цьому всі витрати вони покладають на підприємство, включаючи моніторингові витрати у ставку відсотку за кредитом. Таким чином, чим більше підприємство залучає позикових коштів, тим більшими є його моніторингові витрати, зростання яких, у свою чергу, призводить до зростання середньозваженої вартості капіталу, і відповідно – зниження ринкової вартості підприємства. Отже, при визначенні питомої ваги позикових коштів у загальній структурі капіталу необхідно враховувати моніторингові витрати, оскільки вони можуть значно знизити позитивний ефект від використання кредитних коштів.

Розглянувши основні теорії структури капіталу, варто зазначити, що не існує єдиної оптимальної структури капіталу, оскільки до кожного конкретного підприємства необхідно застосовувати індивідуальний підхід у виборі джерел поповнення коштів.

У теоретичних і прикладних дослідженнях сучасної економічної науки питанням оптимізації структури капіталу, як основного елемента фінансової безпеки підприємства, приділяється значна увага, проте однозначного визначення даної категорії не існує і різні вчені трактують її по-різному. Так, Т. В. Теплова розглядає оптимізацію структури капіталу як поєднання власного і позиченого капіталу, яке забезпечує максимальну ринкову оцінку всього капіталу [11, с. 152], тобто основною метою оптимізації структури капіталу є максимізація ринкової вартості капіталу.

Інша група науковців: Е. Нікбахт, А. Гропеллі [8, с. 172], В. В. Жариков [3, с. 60], Є. Брігхем [2, с. 519], визначають оптимальну структуру капіталу як співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечує оптимальне поєднання ризику і дохідності, отже, максимізує ціну акції (або ринкову оцінку всього капіталу). Тобто, основною метою оптимізації структури капіталу визначається максимізація вартості акцій підприємства.

Наступна група авторів, а саме І. А. Бланк [1], Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна [6, с. 319], Ю. В. Петленко [10, с. 207] визначають оптимальну структуру капіталу як співвідношення використання власних та позичених фінансових ресурсів, яке забезпечує найбільш ефективну пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість. Тобто, основною метою оптимізації структури капіталу є максимізація ринкової вартості підприємства, що може бути досягнута шляхом раціонального співвідношення між коефіцієнтами рентабельності та фінансової стійкості підприємства, що, на нашу думку, є обґрунтованим як з теоретичної, так і з практичної точки зору. У зв'язку з тим, що ці критерії свідчать про стабільність фінансового становища підприємства, яка забезпечується достатньою часткою власного капіталу в складі джерел фінансування, та відбивають рівень ризику діяльності компанії.

У науковій літературі виділяють різні методи оптимізації капіталу як основного елемента фінансової безпеки підприємства, зокрема І. А. Бланк розглядає такі [1, с. 188]:

– метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості;

– метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків;

– метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності.

Нормативно-критеріальним значенням оптимальної структури капіталу в розрізі різних методів її визначення представлено на рис. 1.

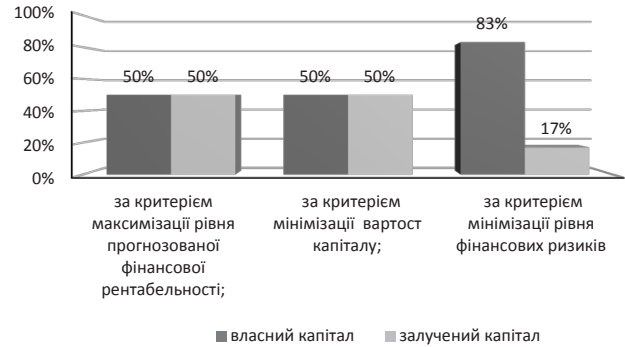


Рис. 1. Оптимальна структура капіталу в розрізі основних методів її визначення

Існують різні рекомендації щодо оптимального співвідношення власного та позикового капіталу. Більшість із них зводиться до того, що частка залучених коштів не повинна перевищувати 50%, що дозволить підприємству забезпечити компроміс між ризиком та дохідністю. Проте у світовій практиці існують відхилення від цього правила. Так, японські компанії широко використовують позикові кошти для фінансування своєї діяльності, їхня частка у загальній структурі капіталу у середньому складає 85%; у німецьких підприємств – 64%; американських – 55%.

Таким чином, у сучасній економічній літературі не існує єдиного універсального методу оптимізації структури капіталу, застосування якого дало б змогу підприємству визначити найраціональніше співвідношення між власним і позиковим капіталом. Різні автори по-різному підходять до вирішення цього питання. Так, ряд науковців пропонують здійснювати оптимізацію структури капіталу лише за одним критерієм [1, 5], інші наголошують на необхідності критеріального поєднання [4]. На наше переконання, вибір методу оптимізації структури капіталу в кожному окремо взятому випадку потребує індивідуального підходу, оскільки не можливо визначити універсальне співвідношення структурних елементів капіталу, яке було б однаково ефективним для різних підприємств або для одного підприємства на весь період його функціонування. Доцільність вибору того чи іншого методу оптимізації структури капіталу залежить від конкретних потреб підприємства, стадії його життєвого циклу, умов, що склалися на ринку у визначений період. Саме тому процес оптимізації структури капіталу підприємства має здійснюватися на основі формування його цільової структури, що являє таке співвідношення власних і позичених фінансових коштів підприємства, яке дає змогу в повній мірі забезпечити досягнення вибраного критерію її оптимізації. Також фахівці доводять, що вагоме значення у визначенні співвідношення власних та позичених коштів на підприємстві належить факторам, які впливають на даний процес.

Проаналізувавши, погляди науковців на фактори, що впливають на формування структури

капіталу та її оптимізацію, можна зробити висновок, що це питання залишається актуальним та потребує подальших розробок, оскільки перелік факторів не є вичерпний, а їх вплив на структуру капіталу досліджений фрагментарно.

**Висновки і пропозиції.** Розглянувши сутність та структуру капіталу, визначивши основні підходи до її оптимізації, варто зазначити, що ефективного управління капіталом підприємства та оптимізація його структури, неможливі без врахування

фінансової безпеки підприємства. Під час розроблення фінансової політики підприємства необхідно вибрати таку структуру капіталу, яка за найнижчої вартості капіталу дасть змогу збільшити ринкову вартість економічної одиниці. Оптимальною є така структура капіталу, яка дасть змогу звести до мінімуму середньозважену вартість капіталу і, водночас, підтримати кредитну репутацію фірми на рівні, який дає змогу залучити нові капітали на прийнятних умовах.

#### Список літератури:

1. Бланк И. А. Управление капиталом / Бланк И. А. – Киев : Эльга, Ника-Центр, 2004. – 576 с.
2. Бриггем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент : в 2-х т. / [пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева]. – Санкт-Петербург : Экономическая школа, 1997. – Т.1. – 1997. – 497 с.
3. Жариков В. В. Управление финансами / В. В. Жариков, В. Д. Жариков. – Тамбов : Изд-во Тамб. гос. техн. Ун-та, 2002. – 80 с.
4. Квасницька Р. С. Концептуальні аспекти структуризації капіталу підприємства / Р. С. Квасницька // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – 2005. – Т. 2. – № 6. – С. 91–95.
5. Кларк Дж. Б. Распределение богатства (The Distribution of wealth) / [пер. с англ. Д. Страшунского и А. Бесчинского]; Под ред. Л. П. Куракова. – Москва: Демос АРВ, 2000. – 367 с.
6. Крамаренко Г. О. Финансовый менеджмент / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – Київ: Центр навчальної літератури, 2006. – 520 с.
7. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: [пер. с англ.] / Ф. Модильяни, М. Миллер. – Москва : Дело, 2001. – 272 с.
8. Нікбахт Е. Финанси / Е. Нікбахт, А. Гропеллі – Київ : Основи, 1992. – 383 с.
9. Новашина Т. С. Финансовый менеджмент / Т. С. Новашина, В. И. Карпунин, В. А. Волнин. – Москва: Московская финансово-промышленная академия, 2005 – 255 с.
10. Петленко Ю. В. Финансовый менеджмент / Петленко Ю. В. – Київ : Кондор, 2007. – 298 с.
11. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями / Теплова Т. В. – Москва : ГУ-ВШЭ, 2000. – 504 с.

**Давиденко Н. Н.**

Национальный университет биоресурсов и природопользования Украины

#### СТРУКТУРИЗАЦІЯ КАПІТАЛА В СИСТЕМЕ ФІНАНСОВОЇ БЕЗОПАСНОСТІ ПРІДПРИЯТТЯ

##### Резюме

Рассмотрена проблема формирования оптимальной структуры капитала предприятия как составляющей стратегии обеспечения его финансовой безопасности. Проанализированы основные факторы, влияющие на соотношение собственного и привлеченного капитала, а также обобщенно методы его оптимизации. Доказана необходимость разработки системы оптимизации структуры капитала, которая определялась простотой, доступностью и последовательностью осуществления процесса выбора источников финансирования хозяйственной деятельности.

**Ключевые слова:** финансовая безопасность предприятия, собственный капитал, привлеченный капитал, структура капитала, оптимизация.

**Davydenko N. M.**

National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine

#### STRUCTURING CAPITAL IN THE FINANCIAL SECURITY ENTERPRISE

##### Summary

The problem of forming optimal capital structure of the enterprise as part of its strategy to ensure financial security. The basic factors affecting the value of equity and debt capital, and generalized methods of optimization. The necessity of developing a system optimization of the capital structure, which would be determined by simplicity, availability and consistency of the process of selecting sources of financing economic activity.

**Key words:** financial security company, equity, debt capital, capital structure optimization.