

Р. В. Корж,  
к. е. н., доцент кафедри економіки підприємств, ДВНЗ “КНЕУ ім. В. Гетьмана”

## РОЗВИТОК ТЕОРІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

Систематизовані основні положення статичних та динамічних теорій структури капіталу. Висвітлена проблематика оптимізації структури капіталу в практиці діяльності реальних компаній.

The substantive provisions of static and dynamic theories of capital structure are systematized. Lighted up problematika of optimization of capital structure is in practice of activity of the real companies.

Ключові слова: структура капіталу, оптимізація, теорії структури капіталу, економічна додана вартість.  
Key words: capital structure, optimization, theories of capital structure, economic value added.

### АКТУАЛЬНІСТЬ ДОСЛІДЖЕННЯ

Нестабільність зовнішнього середовища, динаміка зміни характеристик капіталу під впливом різноманітних ендогенних і екзогенних чинників викликає дисбаланс в русі фінансово-матеріальних потоків, що призводить до деструктивних змін капіталу, зниження фінансової стійкості підприємства, фінансової безпеки і, як наслідок, декапіталізації бізнесу. Тому обґрунтування відповідних управлінських рішень у сфері формування капіталу потребує вдосконалення методичного інструментарію щодо оптимізації його структури.

### АНАЛІЗ ПУБЛІКАЦІЙ ТА ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Наукова і прикладна проблематика процесів формування та оптимізації структури капіталу підприємств постійно знаходиться в полі зору сучасних зарубіжних і вітчизняних вчених: В. Бочарова, Дж. К. Ван Хорна, Д. Волкова, А. Гейдор, І. Івашковської, Т. Теплової, С.Н. Ушаєвої, Н. Шевчук. Однак у наукових працях за темою дослідження відсутня єдина точка зору щодо тлумачення структури капіталу. Недостатньо чітко визначено зв'язки між джерелами формування капіталу. Практично відсутні системні

розробки з моделювання процесу формування оптимальної структури капіталу в сучасних умовах господарювання, недостатньо досліджений механізм діагностування основних детермінант, що впливають на ефективність структури капіталу. Метою даної статті є систематизація основних фундаментальних положень теорії структури капіталу та теорії вартісно-орієнтованого управління та формулювання на їх основі рекомендацій щодо практичного використання сучасного наукового методичного інструментарію в сфері формування ефективної структури капіталу.

### ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Організовану частину ресурсів, залучених підприємством на правах власності або в тимчасове користування з метою їхньої трансформації шляхом інвестування в певні активи можна розглядати як капітал підприємства. Тобто комбінування економічного, ресурсного, процесного та інвестиційно-фінансового підходів дозволяє представити капітал підприємства як сукупну вартість цінностей у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестованих в активи компанії, з метою збільшення цієї вартості з урахуванням прибутковості, ліквідності й ризику. Оцінювання процесів ефективності

управління капіталом пов'язане з наступною проблематикою:

— ефективність управління формуванням капіталу підприємства. На стадії формування капіталу формується його середньозважена вартість, яка залежить від структури капіталу та ціни його залучення з різних джерел. Показник середньозваженої вартості капіталу є одним із основних вимірювачів вартості підприємства і характеризує витратну складову сфери формування вартості бізнесу;

— ефективність управління функціонуванням капіталу. В процесі продуктивного функціонування активів генеруються грошові потоки, які саме і формують величину доданої вартості підприємства.

Сучасна фінансово-економічна література основним критерієм ефективності менеджменту формування капіталу виділяє приращення вартості підприємства. Однак сукупність цільових критеріїв на кожній стадії кругообігу капіталу може встановлюватися ситуаційно, залежно від кінцевих цілей аналізу та особливостей прийняття управлінських рішень.

Теоретичним підґрунтям визначення структури капіталу є теорема Модільяні-Міллера. Методологія даної роботи укладається у встановленні наступних припущень: фондовий ринок є досконалим, оподаткування відсутнє. Вагомий теоретичний внесок, отриманий у рамках даного наукового дослідження, розширив межі розуміння проблеми оптимізації структури капіталу, однак не зняв гострої необхідності практичного опрацювання отриманих висновків, що не можливо в запропонованому варіанті. Теорема говорить про умови, у яких не має значення вибір схеми фінансування, однак при знятті найбільш вагомих припущень виникає проблема пошуку оптимальної комбінації джерел фінансування — тобто існує така структура капіталу, при якій максимізується вартість корпорації.

У результаті послідовного ослаблення накладених обмежень, набули розвитку наступні теорії оптимальної структури капіталу (рис. 1): стаціонарного співвідношення; асиметричної інформації; сигнальні моделі; теорія агентських витрат. На основі введення в аналіз інших факторів з'явилися теорії корпоративного контролю, стейкхолдерів, конкурентної стратегії і теорія опціонного ціноутворення. Відповідно до теорії стаціонарного взаємозв'язку (зняття припущення про відсутність витрат банкрутства) оптимальна структура капіталу — це така структура капіталу, при якій наведена вартість податкових щитів повністю покриває наведену вартість витрат банкрутства. Моделі асиметричної інформації послабляють припущення теореми Модільяні-Міллера, щодо твердження про ринок капіталів, який має сильну форму інформаційної ефективності. Виділяють два типи таких моделей: інвестиційні, в яких менеджер орієнтується (при виборі способу фінансування, тобто формуючи структуру капіталу) на відносну недооцінку або переоцінку очікуваних потоків прибутку зовнішніми інвесторами в чинність наявності інформаційних асиметрій; сигнальні, в яких структура капіталу “надає сигнали” зовнішнім інвесторам про поточний стан корпорації і її перспективи (сигналами виступають емісії пайових і боргових цінних

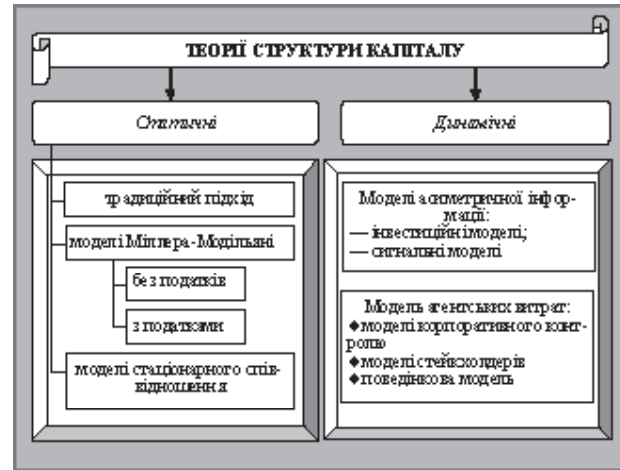


Рис. 1. Систематизація теорій структури капіталу

паперів). Інший методологічний підхід використовується у фундаментальному дослідженні Х. Леланда й Д. Пайла, які прийшли до наступних висновків щодо проблеми вибору структури капіталу в умовах асиметричної інформації: вартість корпорації зростає зі збільшенням частки власності, що перебуває під контролем менеджменту; сигналом якості інвестиційного проекту для зовнішніх інвесторів служить готовність менеджменту фінансувати інвестиційний проект власної корпорації (тобто отримувати звичайні акції компанії); корпорації, що генерують більш ризиковані потоки прибутку, мають менше боргове навантаження в порівнянні з корпораціями, що генерують менш ризиковані потоки прибутку (навіть за умови відсутності витрат банкрутства).

Дослідження в сфері агентських витрат знімають припущення про те, що менеджери корпорації завжди діють у найкращих інтересах власників бізнесу. Структура капіталу стає дієвим механізмом дозволу агентських конфліктів усередині корпорації. Нові методологічні підходи в теорії оптимізації структури капіталу додають моделі корпоративного контролю, які пояснюють питання формування структури капіталу з позиції блокування можливого поглинання. У рамках даного підходу оптимальна структура капіталу — це фінансування за рахунок власних коштів або періодичних емісій звичайних акцій і мінімальне використання всіх форм боргового навантаження. У розглянутих вище теоріях корпорація розглядалася як комбінація інвестиційних проектів, що вимагають фінансових ресурсів для свого виконання. У рамках цього підходу теорії оптимізації структури капіталу враховують інтереси тільки акціонерів і власників боргових зобов'язань. [8]

Теорія стейкхолдерів розширює коло учасників і навіть стосується зовнішнього середовища й факторів, що впливають на прийняття рішень в області фінансування підприємства. Із цієї позиції оптимальна структура капіталу, що припускає врахування інтересів стейкхолдерів, припускає фінансування корпорації з більшими обсягами організаційного капіталу переважно за рахунок додаткових емісій звичайних акцій і створення великих грошових резервів. Інтегрування концепції стейкхолдерів у сигнальну теорію структури капіталу

Таблиця 1. Фінансові результати за альтернативними варіантами розвитку

Показники	1 варіант	2 варіант	Абсолютна зміна
1. Інвестиційні витрати, тис. грн.	26650	41068	14418
2. Операційний прибуток, тис. грн.	27068	47158	20090
3. Чистий прибуток <sup>1</sup> , тис. грн.	22948	36963	14015
4. Коефіцієнт структури капіталу	0,8	0,68	0,12
5. Середньозважена вартість капіталу, %	32	39	7
6. Рентабельність інвестицій за чистим прибутком, %	86,0	90,0	4
7. Рентабельність продажу, %	9,5	12,6	3,1
▪ напівфабрикатів	9,8	13,2	3,4
▪ ковбасних виробів	7,3	10,1	2,8
8. Рентабельність продукції, %	10,5	14,4	3,9
▪ напівфабрикатів	10,9	15,2	4,3
▪ ковбасних виробів	7,9	11,2	3,3
9. Фінансова рентабельність, %	155	151	-4
10. Рівень фінансового ризику (чутливість зміни чистого прибутку до зміни операційного прибутку)	1,8	1,4	-0,4
11. Рівень цінового ризику (чутливість зміни операційного прибутку до ціни)	10,5	7,9	-2,6
▪ напівфабрикатів	10,2	7,6	-2,6
▪ ковбасних виробів	13,7	9,9	-3,8
12. Рівень виробничого ризику (чутливість зміни операційного прибутку до обсягу)	1,9	2,3	0,4
▪ напівфабрикатів	1,5	2,0	0,5
▪ ковбасних виробів	5,1	3,9	-1,2
13. Рівень економічного ризику (чутливість зміни економічного прибутку до чистого прибутку)	6,8	9,6	2,8
14. Економічна додана вартість, тис. грн.	14420	20946	6526

<sup>1</sup> Чистий прибуток розрахований без урахування платежів за користування позиковим капіталом, але з урахуванням податкової економії

певним чином пояснює високі витрати фінансових



Рис. 2. Фактори впливу на вибір ефективної структури капіталу підприємства

ускладнень. Поведінкові теорії враховують вплив ірраціональної поведінки учасників ринку на оптимізацію структури капіталу.

Якщо узагальнити усі змістовні положення теорій структури капіталу, то можна зазначити наступне: вартість і структура капіталу є основним джерелом конкурентоспроможності корпорації. Компанії, які є більш забезпеченими довгостроковим позиковим капіталом, мають більше можливостей для розробки

інновацій, реалізації перспективних інвестиційних проектів. Вартість капіталу, як власного, так і позикового, може бути знижена за рахунок ринкових коливань.

Результати емпіричних досліджень дозволяють дійти висновку про те, що фундаментальні положення основних теорій структури капіталу не відповідають реальній фінансовій практиці сучасних підприємств. Компанії не намагаються підтримувати оптимальний баланс між борговим та акціонерним капіталом. Також менеджери не слідуєть жорсткому ієрархічному порядку залучення зовнішнього капіталу. Однак беззаперечним залишається той факт, що компанії в будь-який спосіб намагаються мінімізувати вартість зовнішнього капіталу і вар'юють між акціонерним та борговим капіталом, а також між різними видами боргового капіталу в залежності від їх відносної вартості.

Сучасні вітчизняні та російські вчені, що досліджують проблему оптимізації структури капіталу [1 — 6], особливу увагу приділяють практичним аспектам застосування напрацьованих закордонними авторами методологічних підходів. Але й тут не знайшлося

єдиного підходу до визначення понять “структура капіталу” і “оптимальна структура капіталу”. Аналіз теорії та методології до вивчення “структури капіталу” дозволив виділити кілька основних позицій із приводу визначення даного поняття. Частина дослідників виходить із визначення структури капіталу як відносини власних і позикових джерел коштів, де розглядають або тільки довгострокові джерела, або всі джерела, що формують капітал фірми. Інші автори (як правило, закордонні) міркують про структуру капіталу як про портфель активів, представлений різними фінансовими інструментами.

Сучасні теорії, на відміну від традиційних, насамперед, досліджують фактичну структуру капіталу компанії, її співвідношення з оптимальною структурою, процес пристосування структури капіталу до оптимального і його детермінанти, й базуються на результатах численних емпіричних досліджень, згідно яким політика компаній в області фінансової структури капіталу формується під впливом різних факторів, що відображають як характеристики самої компанії, так і вплив на неї зовнішнього середовища.

На нинішньому етапі діюча система критеріїв і показників оптимізації структури капіталу потребує їх суттєвого розширення. Це зумовлено наступними обставинами:

— наявна система критеріїв і показників

оптимальності не враховує основну мету процесу менеджменту капіталу на підприємстві — максимізацію його ринкової вартості;

— оцінку менеджменту формування капіталу на підприємстві завжди доцільно розглядати з позицій альтернативності вкладення інвестиційних ресурсів, що зумовлює використання показників, які розраховуються на основі концепції дисконтування;

— процес оптимізації структури капіталу доцільно здійснювати на основі застосування полікритеріального підходу.

Вартість підприємства є пріоритетним критерієм результатів його діяльності перед альтернативними моделями, побудованими на основі традиційного інструментарію як бухгалтерського (чистий прибуток, прибуток на одну звичайну акцію (ЕВІТ-ЕРС), рентабельність фінансова), так і фінансового підходу (середньозважена вартість капіталу, фінансовий ризик). Вартісний підхід дає можливість оптимально поєднати довгострокові й короткострокові цілі розвитку компанії на основі розробки кількісних індикаторів, що опираються на ключові фактори вартості, побудувати інтегровану систему управління компанією, засновану на чіткій ієрархічній структурі зазначених факторів, а також вирішити “агентську проблему” шляхом створення системи матеріальної компенсації, прямо “прив’язаної” до динаміки вартості (визначення, планування й контроль ключових факторів вартості в “зонах відповідальності” співробітників компанії). Відповідно до даного підходу ефективність всіх фінансових рішень, у тому числі й рішень щодо структури капіталу, визначається їх внеском у нарощування вартості компанії.

З практичної точки зору формування ефективної структури капіталу можна здійснювати на основі концепції економічної доданої вартості (ЕВА — Economic Value Added). На відміну від розглянутих підходів, до визначення оптимальної структури капіталу, які мали монокритеріальний характер, використання економічної доданої вартості одночасно оптимізує кілька параметрів: максимізує рівень фінансової рентабельності, мінімізує вартість капіталу та рівень фінансового ризику. [7]

$$EVA = \text{ЧП} - K \cdot WACC - K \cdot r_{\text{фін}} \cdot (1 - k_{\text{фін.риз}}) \cdot WACC$$

(1),

де ЧП — чистий прибуток, гр. од.;

K — сума інвестованого капіталу, гр.од.;

WACC — середньозважена вартість капіталу, %;

$r_{\text{фін}}$  — коефіцієнт фінансової рентабельності;

$k_{\text{фін.риз}}$  — коефіцієнт фінансового ризику.

Так, у процесі обґрунтування вибору ефективної структури капіталу за альтернативними варіантами розвитку ПАТ “Козятинський м’ясокомбінат” (табл.1) за критеріями максимізації рівня фінансової рентабельності та мінімізації вартості капіталу більш ефективною є структура капіталу за першим альтернативним варіантом розвитку. За критерієм мінімізації рівня фінансового ризику оптимальною слід вважати структуру капіталу у другому варіанті. Розрахунок величини економічної доданої вартості дозволяє говорити про те, що з фінансової точки зору більш ефективною є структура капіталу за другим альтернативним варіантом

розвитку ПАТ “Козятинський м’ясокомбінат”.

Доцільно зазначити, що з практичної точки зору вибір ефективного варіанта структури капіталу відбувається з урахуванням не тільки формалізованих факторів, а і якісного аналізу ситуації та факторів впливу (рис. 2) [6].

## ВИСНОВОК

Процес формування оптимальної структури капіталу підприємства доцільно розглядати в стратегічній перспективі. Стратегічна мета полягає в максимізації приросту доданої вартості бізнесу, що в поточному періоді може бути визначено показником економічної доданої вартості, позитивна величина якої характеризує процес капіталізації, що забезпечує врахування довгострокових і короткострокових цілей формування фінансової структури капіталу в рамках системи управління вартістю компанії. Цінність даного показника полягає у тому, що на основі його використання можна вирішити протиріччя між бухгалтерським і фінансовим підходами, а також сформулювати обмеження й припущення, необхідні для реалізації оптимуму співвідношення власного й позикового капіталу з урахуванням балансу системи “прибутковість — ризик — ліквідність”.

### Література:

1. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д.Л. Волков. — СПб.: Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2006. — 345 с.
2. Ивашковская И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий / И.В. Ивашковская // Аудит и финансовый анализ. — 2007. — № 5. — С. 150—163.
3. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т.В. Теплова. — М.: Вершина, 2006. — 272 с.
4. Ушаева С.Н. Субмодели оптимизации структуры капитала фирмы / С.Н. Ушаева // Вестник Челябинского государственного университета. — 2011. — № 32 (247) Экономика. — Вып. 34. — С. 88—95.
5. Хорн Дж.К.Ван. Основы управления финансами пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн. — М.: Финансы и статистика, 1996. — 670 с.
6. Швиданенко Г.О., Шевчук Н.В. Управление капиталом предприятия / Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук. — К.: КНЕУ, 2007. — 440 с.
7. Шевчук Н. В. Управление формирования та функціонуванням капіталу підприємств: автореферат / Н.В. Шевчук. — К.: КНЕУ, 2004. — 20 с.
8. Шевчук Н.В. Систематизація теорій структури капіталу / Н.В. Шевчук // Формування ринкової економіки. Спецвипуск. — 2008. — С. 690—699. Стаття надійшла до редакції 05.06.2012 р.